

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO - CSE
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**DÍVIDA INTERNA BRASILEIRA: TRAJETÓRIA E SEUS
DETERMINANTES NO PERÍODO PÓS-PLANO REAL**

LUCIANA FERRARI MAISTRO

FLORIANÓPOLIS
2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 9.0 à aluna Luciana Ferrari Maistro na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Maurício Simiano Nunes

Prof. Dr. Arlei Luiz Fachinello

Profª. Dra. Brena Paula Magno Fernandez

AGRADECIMENTOS

Difícil enumerar as pessoas a quem devo gratidão por estar aqui. Logicamente que meus agradecimentos não se referem apenas a este trabalho, mas sim à construção de uma vida toda de aprendizados, sucessos e obstáculos necessários à formação de minhas escolhas e meus caminhos.

Por essa razão, agradeço primeiramente à minha família, que me deu a oportunidade de usufruir dos melhores estudos e construiu a base da minha personalidade. À minha mãe agradeço o companheirismo e a dedicação sempre despendidos. Ao meu pai agradeço a força de vontade e o exemplo passado. Aos meus irmãos agradeço o convívio e a troca de experiências. Às minhas avós e tias agradeço os ensinamentos e os aprendizados passados.

Agradeço igualmente a uma pessoa muito especial em minha vida: Alfredo Coli Jr. Certamente sem suas palavras de conforto e segurança, seus gestos de cumplicidade e, sobretudo, amizade, eu não estaria tão realizada no presente e tão confiante em relação ao futuro.

Aos meus amigos, agradeço a todos, principalmente àqueles amigos irmãos que tive a sorte e o privilégio de encontrar. Minha vida não seria a mesma se não fosse suas presenças, palavras e sorrisos diários. Certas amizades ultrapassam seus limites e transformam-se em verdadeiros laços fraternos, traduzidas em sintonias que fazem prescindir a citação de nomes.

Agradeço ao meu orientador, Maurício, pelo tempo e atenção despendidos. Aos professores de Ciências Econômicas da UFSC que construíram a base do meu conhecimento e me fizeram perceber que a sabedoria é a maior riqueza que uma pessoa pode adquirir durante a vida.

*"Há homens que lutam um dia e são bons. Há outros que lutam um ano e são melhores.
Há os que lutam muitos anos e são muito bons. Porém, há os que lutam toda a vida.
Esses são os imprescindíveis."*

Bertolt Brecht

RESUMO

A aquisição de dívidas mostrou-se um fator inerente ao desenvolvimento econômico e social do Brasil em toda sua trajetória. A manutenção de altos índices de endividamento e a conseqüente dependência econômica perante outras nações refletem a falta de autonomia do governo brasileiro para com suas próprias políticas econômicas.

O presente estudo tem como objetivo realizar uma análise da dívida pública brasileira, em especial a interna, descrevendo as oscilações de seu montante decorrentes de alterações das variáveis macroeconômicas, das mudanças globais e da estrutura política brasileira a partir de 1994.

Palavras-chave: Dívida pública; Plano Real; Títulos públicos; Taxa de juros; Câmbio.

GLOSÁRIO

ANDIMA: Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

BC: Banco Central

CMN: Conselho Monetário Nacional

DPFe: Dívida Pública Federal externa

DPFi: Dívida Pública Federal interna

DPMFi: Dívida Pública Mobiliária Federal interna

FMI: Fundo Monetário Internacional

IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IGP-M: Índice Geral de Preços do Mercado

IPCA: Índice de Preços do Consumidor Amplo

IPEA: Instituto de Pesquisa e Economia Aplicada

LBC: Letras do Banco Central

LFT: Letras Financeiras do Tesouro

LTN: Letras do Tesouro Nacional

NFSP: Necessidade de Financiamento do Setor Público

NTN: Notas do Tesouro Nacional

NTN-B: Notas do Tesouro Nacional – Série B

NTN-C: Notas do Tesouro Nacional – Série C

NTN-F: Notas do Tesouro Nacional – Série F

ORTN: Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional

PAF: Plano Anual de Financiamento

PIB: Produto interno bruto

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Relação dívida pública/PIB (1981-2009)	25
Gráfico 2: Tamanho do mercado de títulos público (em US\$ bilhões)	33
Gráfico 3: Saldo Balança Comercial Brasileira (1990 – 2009) – R\$ milhões	35
Gráfico 4: Trajetória dívida interna/PIB (1991 – 2009)	36
Gráfico 5 Emissão de títulos Prefixados <i>versus</i> Pós- fixados (1994 - 2009) - %	37
Gráfico 6: Oscilações dos títulos indexados à Selic (1994-2009) - %	38
Gráfico 7: Títulos indexados a índices de preço (1994-2009) - %	41
Gráfico 8: Oscilações dos títulos indexados ao câmbio (1994 – 2009) - %	45
Gráfico 9: Oscilação do prazo do montante de títulos públicos (1994 - 2009) – em anos	48
Gráfico 10: NFSP operacional (1994 - 2009) - % PIB	51
Gráfico 11: Relação NFSP e DLSP (1994 – 2009) - % PIB	53
Gráfico 12: Países emergentes com melhores relações de transparência com investidores	54
Gráfico 13: Detentores dos títulos da DPMFi (1999 - 2009) - %	56
Gráfico 14: Relação dos grupos detentores de títulos em carteira própria (2001 – 2009) - %	57
Gráfico 15: Evolução DPF 2008 - 2010 – (R\$ trilhões)	62
Gráfico 16: Dispendios com títulos vincendos em 2010 – (R\$ bilhões)	63
Gráfico 17: Gasto total com pagamento de juros da dívida 2008 - 2010 (R\$ bilhões) ..	64
Gráfico 18: Metas de composição da DPFi para 2010 - (%)	65
Gráfico 19: Títulos vincendo em 12 meses 2008 - 2010 (%)	66
Gráfico 20: Composição da DPF 2002 – 2010	69

SUMÁRIO

1. DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA	9
1.1 INTRODUÇÃO	9
1.2 TEMA E PROBLEMA.....	10
1.3 OBJETIVOS	11
1.3.1 Geral	11
1.3.2 Específicos	12
1.4 JUSTIFICATIVA.....	12
1.5 METODOLOGIA	12
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	15
2.1 DÍVIDA PÚBLICA: CONTEXTUALIZAÇÃO E RELEVÂNCIA.....	16
2.2 A NECESSIDADE DE ENDIVIDAMENTO DE UM PAÍS.....	19
2.2.1 Classificação da Dívida Pública.....	19
2.2.2 Restrições ao endividamento.....	20
2.2.3 A Necessidade de Financiamento do Setor Público.....	23
3. DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA NO PERÍODO ANTERIOR AO PLANO REAL: UM BREVE HISTÓRICO.....	25
4. A DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO PÓS PLANO REAL	32
4.1 A TRAJETÓRIA DA RELAÇÃO DÍVIDA/PIB NO BRASIL: 1994 - 2009 .	32
4.1.1 Flutuações cambiais e seus impactos na Dívida Pública.....	42
4.1.2 NFSP e sua relação com a Dívida Pública Federal.....	50
4.2 DETENTORES DA DPMFI EM MERCADO	54
5. NATUREZA DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA ATUAL.....	61
5.1 PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL EM 2010.....	61
5.2 GERENCIAMENTO ÓTIMO DA DÍVIDA PÚBLICA.....	69
6. CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES	74
6.1 CONCLUSÃO.....	74
6.2 RECOMENDAÇÃO.....	75
REFERÊNCIAS.....	76
ANEXO I.....	80
ANEXO II.....	81
ANEXO III.....	82
ANEXO IV.....	90

1. DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

1.1 Introdução

A dívida pública brasileira mostrou-se um fator inerente ao desenvolvimento do país no limiar de sua história. Consta que o endividamento brasileiro teve suas raízes ainda no período colonial através de empréstimos feitos pelos governantes da então Colônia com o governo português como parte dos acordos de Independência. O montante da dívida na época equivaleu a 1,3 milhões de libras, cerca de 30% do valor das exportações brasileiras (GONÇALVES; POMAR, 2002).

Ao longo de sua trajetória, o endividamento brasileiro teve como “pano de fundo” diferentes determinantes, ocasionados por fatores macroeconômicos diversos como alterações na taxa de juros, na taxa de câmbio e no resultado primário do governo, cada qual influenciado profundamente pelas peculiaridades devidas de cada período.

O Brasil apresenta duas fases distintas no que concerne à origem de sua dívida. Desde seu início até meados da década de 90, o endividamento brasileiro era formado, em sua maior parte, pela dívida externa, visto que os recursos provinham do mercado internacional. A princípio o país buscava novos recursos na economia externa para fazer jus ao pagamento das velhas dívidas contraídas. Com o passar do tempo e um novo cenário, com desenvolvimento notável da economia brasileira, os empréstimos externos eram então necessários para financiar e dar suporte a esse crescimento.

A alta dependência brasileira com a economia internacional, decorrente das obrigações geradas pela dívida, mostrou-se sempre um fator preocupante, principalmente no que concerne aos impactos negativos que as alterações no mercado externo poderiam causar à economia nacional, como ocorreu no início dos anos 70. A elevada taxa de crescimento internacional em parceria com sua abundante liquidez e o aumento dos preços do petróleo só fez aumentar o estoque da dívida brasileira. Nesse ponto, as saídas de recursos na forma de juros e amortizações superavam as entradas de capital, acarretando em uma face reversa da dívida, agora não mais como impulsionadora do crescimento, mas sim como fator inibidor deste (PEDRAS, 2009).

O período que procedeu a época supracitada foi marcado por grandes desequilíbrios e estagnação na economia brasileira, principalmente no que tange ao limiar dos anos 80, culminando na declaração de moratória da dívida pelo governo brasileiro, em 1987.

Com o advento do Plano Real, em 1994, a economia brasileira assistiu a um processo de alteração da natureza de seu endividamento, onde a dívida interna passou a crescer proporcionalmente mais que a dívida externa (GALAFASSI, 2006). A nova fase da dívida, tendo como cenário a inicial paridade cambial do real frente ao dólar, baseou-se na emissão de títulos públicos ao mercado nacional e internacional com prazos de pagamento alongados quando comparado à década anterior.

Assim, desde o início da década de 2000, os esforços para melhorar o perfil da dívida pública têm se mostrado bem sucedidos. É possível observar grandes avanços na administração da dívida pública e melhoras na percepção dos investidores em decorrência da maior credibilidade passada pelo governo brasileiro, principalmente em relação às decisões do governo FHC em manter a responsabilidade fiscal e as políticas monetárias e cambiais.

O desenvolvimento da administração da dívida possibilitou, portanto uma grande mudança em sua estrutura. O Brasil é considerado atualmente o oitavo maior mercado de títulos públicos do mundo, e sua dívida pública federal representava, em dezembro de 2008, R\$ 1,4 trilhão, sendo 91% desta interna e o restante externa. Em dezembro de 2009, a relação da dívida interna aumentou para 93% do total de R\$ 1,5 trilhão da dívida pública, o que permite notar uma redução do risco associado ao perfil da dívida no que tange às vulnerabilidades do mercado internacional.

1.2 Tema e Problema

Não é de hoje que a dívida pública é sinônimo de preocupação, seja da parte de governantes ou mesmo da parte do público em geral. Entender que um país possui um alto nível de endividamento é, para muitos, sinônimo de atraso social e inibição de seu crescimento. Porém, certos fatores precisam ser levados em consideração no momento dessas análises. Se bem administrada, uma dívida pública pode promover desenvolvimento e crescimento a um país, mantendo níveis de investimentos adequados à sociedade, atender a despesas emergenciais ou ainda exercer funções mais amplas como auxiliar na condução de políticas econômicas – através da emissão de títulos públicos, por exemplo – garantindo a consolidação do sistema financeiro (SILVA *et al*, 2009).

No caso do Brasil, a dívida pública esteve sempre presente. Por essa razão, as políticas econômicas adotadas ao longo de sua história, além de almejar maior nível de desenvolvimento e estabilidade social, também buscavam uma forma de minimizar os impactos da dívida com a sociedade e a economia brasileira.

Desde as raízes de seu endividamento até o início da década de 1990, o Brasil esteve dependente das mudanças de cenário na economia internacional, amarrado às obrigações que adquiriu decorrentes de empréstimos para sustentar seu crescimento. Somente com o controle inflacionário e a implantação do bem-sucedido Plano Real, é que o país pôde alterar a natureza de sua dívida, sendo possível, desse modo, exercer maior controle sobre as variáveis de seu endividamento, diminuindo a dependência externa, porém adquirindo obrigações de médio e longo prazo para com seus investidores.

É neste cenário que será desenvolvido o presente estudo. O tema – Dívida Pública Interna Brasileira – mostra-se bastante atual e difundido, demandando grande atenção por parte de governantes, investidores e cidadãos, e demonstra cada vez mais preocupações e estudos em prol de realização de políticas econômicas corretas no trajeto do desenvolvimento brasileiro.

A partir deste tema surge o seguinte problema: Quais determinantes contribuíram para o crescimento da dívida pública interna brasileira? Ou seja, por quais razões o Brasil optou por substituir a natureza de seu endividamento, aumentando a dívida pública interna em proporção à dívida pública externa e, além disso, quais variáveis influenciaram a dívida interna, tornando seu montante maior em alguns períodos e menor em outros.

1.3 Objetivos

1.3.1 GERAL

Analisar a trajetória da dívida interna brasileira e descrever os principais determinantes macroeconômicos responsáveis por seu crescimento.

1.3.2 ESPECÍFICOS

- a) Analisar as oscilações da dívida pública interna de 1994 a 2009;
- b) Descrever os principais determinantes macroeconômicos de suas oscilações;
- c) Analisar a natureza da dívida interna brasileira atual;

1.4 Justificativa

A dívida pública brasileira, além de se mostrar um tema bastante interessante e atual, também é amplo em sua área de atuação. Ao analisar as políticas econômicas de um país – principalmente dos países subdesenvolvidos ou em desenvolvimento – não é raro observar que grande parte das decisões visa minimizar os efeitos da dívida perante a economia e a sociedade.

O Brasil é um exemplo de país de desenvolvimento atrasado. Em decorrência da necessidade de buscar recursos novos no ambiente externo, o país tornou-se dependente financeiramente dos países desenvolvidos por grande parte de sua história. Essa dependência é materializada, sobretudo, na forma do endividamento.

Por essa razão, a dívida pública demonstra ser um fator bastante relevante para entender, dentre outros aspectos, o desenvolvimento ou o atraso de um país. Assim, acredita-se que este tema é de grande importância para ajudar a entender certos comportamentos econômicos marcantes da história do Brasil, principalmente no que concerne às variações da taxa de juros e das taxas de câmbio, além de apresentar alguma forma de correlação com o desenvolvimento econômico do país.

Há muito a ser estudado. Muitos são os impactos – tanto positivos quanto negativos – da trajetória da dívida pública no Brasil. Assim, este tema mostra-se significativo, atual e passível de interessantes análises; além de ser possível concluir, pelas demonstrações dos dados disponíveis, que esta variável está longe de ser apenas passado para a história econômica do país.

1.5 Metodologia

O presente estudo visa analisar a trajetória da dívida pública no Brasil e seus determinantes. Conseqüentemente não se busca *a priori* modificar ou manipular os

dados empíricos encontrados ou ainda construir hipóteses relacionadas ao tema proposto.

Por essa razão, quanto aos objetivos a presente pesquisa conjuga-se na classificação de uma *Pesquisa Analítica Descritiva*. Nas palavras de Cervo e Bervian (2005, p. 66), a pesquisa descritiva “observa, registra, analisa e correlaciona fatos ou fenômenos (variáveis) sem manipulá-los. Procura descobrir [...] a frequência com que um fenômeno ocorre, sua relação e conexão com outros, sua natureza e características.”

De acordo com Gil (2009), as pesquisas descritivas também têm por natureza identificar se há alguma relação entre as variáveis estudadas e identificar qual o tipo dessa relação. Ainda segundo o autor, quando há esse tipo de abordagem, tem-se uma pesquisa descritiva que se aproxima da explicativa.

No que tange à abordagem do estudo, tem-se uma *Pesquisa Qualitativa*. Essa caracterização ocorre principalmente porque o estudo tem como base uma série de levantamentos e análises teóricas a partir dos dados existentes.

Quanto aos procedimentos utilizados, o presente estudo caracteriza-se como uma *Pesquisa Bibliográfica*.

A pesquisa bibliográfica procura explicar um problema a partir de referências teóricas publicadas em documentos. Pode ser realizada independentemente ou como parte da pesquisa descritiva ou experimental. Em ambos os casos, busca conhecer e analisar as contribuições culturais ou científicas do passado existentes sobre um determinado assunto, tema ou problema. (CERVO; BERVIAN, 2005, p. 65).

Desse modo, a pesquisa bibliográfica caracteriza-se por utilizar fontes já publicadas, como livros e artigos científicos. A leitura e a busca por informações em fontes fidedignas são essenciais nesse tipo de pesquisa, visto que certos dados secundários publicados podem conter equívocos em sua natureza.

Como relata Gil (2009, p. 45), “a principal vantagem da pesquisa bibliográfica reside no fato de permitir ao investigador a cobertura de uma gama de fenômenos muito mais ampla do que aquela que poderia pesquisar diretamente”.

O presente estudo também se caracteriza por uma natureza *ex-post facto*. Esse tipo de apreciação traduz a idéia de que os dados analisados ocorreram em um tempo passado, não sendo possível alguma mudança ou manipulação desses dados no tempo presente. Portanto, nesse tipo de pesquisa há somente a possibilidade de análise estatística dos dados encontrados.

A base de dados será proveniente de fontes, principalmente *sites* federais oficiais – por apresentarem dados mais atualizados –, como o portal do Banco Central do Brasil e do Tesouro Nacional, além das fontes bibliográficas de autores consagrados na matéria.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Dívida pública: Contextualização e Relevância

Como grande parte dos fatos que envolvem a economia de um país, a dívida pública tem dois lados, um positivo e outro negativo. O lado positivo é caracterizado pelo alcance a um capital que pode configurar novas fontes de investimento para o país. Sem o advento do capital emprestado das economias credoras, a nação em questão provavelmente não teria recursos para investir e modernizar o país ou honrar sua necessidade de pagamento, acarretando em um grande atraso econômico e social.

Silva *et al* (2009), defende ainda que um endividamento público, se bem administrado, garante níveis equilibrados de investimentos e serviços à sociedade, além de gerar igualdade de tratamento e oportunidades entre as gerações atuais e as futuras. Essa igualdade advém do fato de que, caso uma nação necessite honrar suas dívidas de curto prazo e não possui recursos suficientes para tal – optando por elevar o índice de impostos ou cortar excessivamente os gastos públicos a buscar novos recursos no mercado externo – a geração atual estaria relativamente em desvantagem em relação à geração futura, que gozará os benefícios de não ser penalizada pelo aumento (ou criação) de dívida pública.

Além disso,

[...] o acesso ao endividamento público permite atender a despesas emergenciais (tais como as relacionadas a calamidades públicas, desastres naturais e guerras) e assegurar o financiamento tempestivo de grandes projetos com horizonte de retorno no médio e no longo prazo (na área da infraestrutura, por exemplo). A história está repleta de exemplos nesse sentido, não sendo surpreendente o uso disseminado do endividamento por praticamente todos os países do mundo. (SILVA *et al*, 2009, p. 17).

Outro ponto a ser considerado é a utilização de mecanismos da dívida pública como ferramentas de controle de liquidez. O Banco Central possui, na compra e venda de títulos da dívida pública, uma importante ferramenta de regulação de mercado, materializada no principal instrumento de Política Monetária do governo.

É através das operações de compra e venda de títulos no mercado aberto que o Banco Central regula a oferta e a demanda de moeda no mercado. Desse modo, caso exista uma quantidade de moeda considerada excessiva em circulação, ocasionando

assim propensão ao crescimento da taxa de inflação, o Banco Central, através das operações no mercado aberto do tipo contracionista, vende títulos do governo no montante equivalente e que julgar necessário para retirar de circulação o excesso de moeda do mercado (BLANCHARD, 2007). Nesse tipo de operação, o Banco Central contrai a oferta de moeda na economia, vendendo os títulos que estavam sob seu poder. Os títulos vendidos pelo governo transformam-se em passivos para este e ativos para seu credor, culminando em uma dívida que o governo contraiu e deve honrar na data estipulada.

Em contrapartida, caso haja escassez de moeda no mercado, o Banco Central compra os títulos já existentes em circulação, através da emissão de novas moedas ou da utilização de reservas financeiras, lançando assim novos recursos na economia, conjugando o tipo de operação denominada operação de mercado aberto expansionista (BLANCHARD, 2007). O valor pago pelo governo para reter novamente os títulos inclui o valor nominal destes adicionados os juros de direito do até então detentor dos títulos públicos.

Por outro lado, a contração de dívidas de uma nação apresenta diversos pontos negativos. Segundo Gonçalves e Pomar (2002), o lado negativo de se contrair dívidas não seria tão obscuro se o capital alavancado fosse utilizado em investimentos em prol da melhoria da qualidade de vida da população, se não existisse um montante de juros tão alto conjugado ao valor nominal da dívida e se o poder aquisitivo do povo aumentasse proporcionalmente ao crescimento da dívida. Porém na prática esses itens são raramente satisfeitos, o que dá a impressão de que o país administra mal sua dívida. Tomando o exemplo do Brasil, dados do DIEESE¹ mostram que nos anos que se seguiram ao Plano Real, parte dos recursos captados do exterior foram utilizados para cobrir os déficits resultantes da Balança Comercial, ou seja, recursos que poderiam ser aplicados em melhorias do bem estar da população foram alocados para cobrir gastos com produtos importados.

Além disso, as relações existentes entre credores e devedores são baseadas, sobretudo, na confiança de um para com outro. As constantes buscas por capital de terceiros pode, de certa forma, amedrontar os credores do país e dificultar uma nova autorização de créditos, pois a impressão passada é que esse país não administra bem suas finanças e tem dívidas contraídas de vários de credores diferentes.

¹ Dados disponíveis em <http://www.dieese.org.br/notatecnica/notatecDividapublica.pdf>. Acesso em 10 jun 2010.

Como citam Giambiagi e Além (2008), a confiabilidade é uma das ferramentas que mais pesam no momento da decisão de investir ou não em um determinado país. Quando há uma sociedade onde os dirigentes são responsáveis, a economia é evoluída e as instituições são maduras, a disposição de empréstimos por parte de agentes econômicos é muito maior do que comparada a uma sociedade onde as políticas econômicas não são confiáveis, há grande desigualdade social e muita demanda de melhorias. É principalmente por essa razão que se pode constatar que a maioria dos países desenvolvidos são mais endividados que os demais países, visto que estes apresentam capacidade de solvência de suas dívidas, enquanto os últimos apresentam grande risco de *default*.

A perda de credibilidade caso não consiga honrar suas dívidas, portanto, é um fator que afeta negativamente um país endividado. Vale ressaltar mais uma vez que a credibilidade é uma característica demasiadamente importante para um país. A perda desta, seja por declaração de moratória de sua dívida ou por motivos adversos, é um fator de extremo risco, visto que serão abalados não somente a contração de novos créditos, como também a relação diplomática e comercial deste país com o resto do mundo, podendo acarretar em prejuízos irrecuperáveis para a nação.

Outro ponto negativo relacionado à contratação de grandes dívidas públicas diz respeito ao alto valor que será despendido na forma de pagamento dos juros. Os juros são fatores inerentes a qualquer tipo de crédito e dependendo do montante da dívida contraída, pode chegar a valores demasiadamente altos e impagáveis por parte do país devedor, podendo até mesmo o país ser classificado como um devedor do tipo Ponzi².

Há de se considerar que, quando bem administrada, a dívida pública traz benefícios para o setor público. Porém, se estiver descontrolada, os pontos negativos prevalecem, e esta acaba funcionando como um freio ao desenvolvimento do país em consequência da necessidade de geração contínua de superávits primários, comprometendo profundamente o perfil dos gastos e dos investimentos do governo, diminuindo assim os investimentos em obras públicas e políticas sociais. Além disso, “os juros elevados significam a drenagem de recursos de um setor da sociedade

² Por analogia, diz-se que um governo é um “devedor tipo Ponzi” quando se financia através da colocação de títulos que elevam a relação dívida pública/PIB e que só têm demanda por oferecerem taxas de juros extremamente atraentes, que entretanto geram um círculo vicioso de novos aumentos da dívida e da taxa de juros. No limite, em algum momento, ou a) o governo se ajusta e aumenta os impostos e/ou reduz o gasto, de modo a poder conter o crescimento da dívida, ou b) alternativamente, o processo conduz a alguma forma de moratória da dívida pública. (GIAMBIAGI, ALÉM, 2008, p. 217).

(empresas e indivíduos que pagam impostos) para outro setor (os credores da dívida), agravando o problema da concentração de renda no país”. (DIEESE, 2006, p. 08).

2.2 A necessidade de endividamento de um país

Antes de demonstrar as principais necessidades pelas quais um país se endivida, é preciso entender alguns conceitos básicos no que tange à dívida pública.

Segundo Silva e Medeiros (2009, p. 102), “a dívida é uma obrigação de determinada entidade com terceiros, gerada pela diferença entre despesas e receitas dessa entidade. Em outras palavras, só há dívida quando há déficit (despesas maiores que receitas)”. A dívida pública, portanto, é o somatório dos déficits dos agentes que abrangem a administração direta, as autarquias, as fundações das três esferas do governo – federal, estadual e municipal -, juntamente com o Banco Central e o Instituto Nacional de Seguridade Nacional (INSS).

2.2.1 Classificação da dívida pública

Quanto à origem, a dívida pública é subdividida em externa e interna, classificada de acordo com o tipo de moeda em que está negociada a dívida. A dívida é dita externa quando é acordada e deve ser paga em moeda estrangeira (não corrente no país), e interna quando a dívida é denominada em moeda corrente no país. Silva e Medeiros (2009) ainda aprofundam essa classificação, afirmando que a dívida interna é aquela em que o montante da dívida está nas mãos dos residentes do país, e externa aquela em que o montante da dívida está nas mãos de estrangeiros, sendo essa classificação interessante para países que possuem livre fluxo de capitais.

Assim, títulos denominados em moeda local, mas possuídos por não residentes seria considerados dívida externa, e títulos denominados em moeda estrangeira detidos por residentes seriam considerados dívida interna. Esse [...] critério é proposto pelo FMI para divulgação das estatísticas de dívida dos países, não obstante a existência de dificuldades em conseguir, com as centrais de liquidação e custódia, notadamente as internacionais, informações sobre os detentores finais dos títulos da dívida pública, o que poderia reduzir a qualidade da estatística gerada. (SILVA; MEDEIROS, 2009, p. 104).

Já em relação à natureza da dívida, esta pode ser classificada como contratual ou mobiliária.

No primeiro caso, esta se origina a partir de um contrato, o qual define as características da dívida. No segundo caso, a dívida origina-se a partir da emissão de um título, que possui autonomia em relação ao fato que o originou. Atualmente no Brasil, a dívida contratual de responsabilidade do Tesouro Nacional refere-se exclusivamente à dívida externa, tendo em vista que a dívida contratual interna foi securitizada ao longo dos anos, passando a ser classificada como parte da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi). As características os títulos da DPMFi estão definidos em legislação específica. No caso da dívida externa de responsabilidade do Tesouro Nacional, também conhecida como Dívida Pública Federal externa (DPFe), há necessidade de autorização para cada empréstimo externo, exceto em relação à dívida mobiliária, para a qual existe uma autorização geral para emissão de títulos, que estabelece o montante máximo a ser emitido. (SILVA; MEDEIROS, 2009, p. 105).

Por sua vez, a Dívida Mobiliária Interna (DPMFi) pode ser classificada quanto à forma de emissão: em “oferta pública” quando títulos são emitidos em leilão e as taxas de emissão são definidas pelo mercado em processo competitivo – envolvem os títulos mais negociados no mercado, como Letras Financeiras do Tesouro (LFT), Letras do Tesouro Nacional (LTN) e Notas do Tesouro Nacional (NTN)³ –; e na forma “direta” quando a emissão ocorre com a finalidade de atender a algum contrato ou por determinação legal. Quanto à forma de negociação, os títulos da DPMFi podem ser classificados em “negociáveis” quando podem ser livremente negociados no mercado, e “inegociáveis”, quando não podem ser livremente negociados em consequência de algum impedimento, como questões legais ou operacionais (SILVA; MEDEIROS, 2009).

2.2.2 As restrições ao endividamento

Com o intuito de evitar que determinada nação endivide-se *ad infinitum* é necessário que haja certas restrições para evitar a fácil captação de recursos no mercado. De acordo com Giambiagi e Além (2008), essas restrições são basicamente três. O mercado é a primeira, visto que “para que haja uma dívida, é preciso que exista um credor. Um devedor que sistematicamente deixe de honrar seus compromissos, mais

³ A classificação e as principais características de cada espécie de título público estão discriminadas no Anexo I deste trabalho.

cedo ou mais tarde, enfrentará a hostilidade do mercado, que lhe negará o acesso a novas fontes de endividamento” (GIAMBIAGI; ALÉM, 2008, p. 216). Pode-se considerar como os principais credores da dívida do setor público os bancos comerciais, investidores privados – pessoa física ou jurídica –, governos de outros países e instituições financeiras internacionais.

O risco da inflação é considerado a segunda restrição ao elevado endividamento de um país. Quando o endividamento de uma nação se torna superior à sua capacidade de financiamento pela venda de títulos públicos, cabe ao governo a criação de novas moedas para fazer jus ao pagamento. Como garantem Giambiagi e Além (2008, p. 216), “ao gerar uma expansão dos meios de pagamento muito superior ao aumento da quantidade de bens e serviços na economia, [a emissão monetária] tenderá, mais cedo ou mais tarde, a se refletir no nível de preços”. Ao iniciar um processo inflacionário, o governo necessitará utilizar políticas monetárias e fiscais para amenizar o mais rápido possível os efeitos da perda real da moeda. O método mais garantido para evitar a inflação é o aumento da taxa de juros na economia, com o intuito de estimular a poupança e retirar capital de circulação do mercado. Porém, esse processo é demasiadamente custoso para o governo, visto que com o aumento das taxas de juros, os títulos públicos em circulação no mercado terão automaticamente maior rendimento, o que acarreta em maior dispêndio por parte do governo no momento da recompra dos títulos. Portanto, o processo de emissão monetária para financiar dívidas pode parecer benéfico no curto prazo, mas no médio e longo prazo esse artifício torna-se um ciclo vicioso de custos para o governo difícil de sanar.

A terceira restrição é caracterizada pelo grupo de instituições em que são inseridas as políticas fiscais do país. Essa restrição transcreve na realidade a credibilidade e o poder de uma nação de ter resultados no curto prazo em decorrência da criação de políticas que visem atender situações emergenciais, como o aumento temporário da arrecadação de impostos para fazer jus ao financiamento da dívida. A elevação do nível de contribuição supre em parte (ou na totalidade, dependendo da elevação) a necessidade do governo emitir novas moedas ou recomprar títulos para poder honrar com as responsabilidades de sua dívida. Porém, é necessário que o mercado esteja apto e disposto a arcar com a elevação do nível de tributos. Uma nação desenvolvida, com firmas maduras e bons representantes, certamente tem uma maior capacidade de arcar com o aumento dos tributos do que uma nação mais frágil, com poucas firmas e alta demanda por serviços sociais. Desse modo, os agentes públicos

optam por ceder empréstimos em maior proporção à nação mais desenvolvida, por esta apresentar maior credibilidade no mercado e menor risco de *default*, acarretando em menores chances de ocorrer o não pagamento da dívida, como já mencionado.

Por essa razão, há de se levar em consideração projetos e perspectivas de longo prazo no momento da decisão de busca por recursos de terceiros, tanto os países deficitários quanto os agentes econômicos, pois estes, antes de serem credores de uma nação, analisam e buscam estimar a capacidade de pagamento e o nível de endividamento do futuro devedor.

O nível de endividamento de um país, por sua vez, necessita de uma medida padrão para ser analisada, visto que a economia dos diferentes países apresenta níveis de produção e necessidades diversas. Assim, a análise do nível de endividamento de um país é medida pela relação dívida/PIB, ou seja, o montante da dívida é comparado ao total de bens e serviços produzidos num país, permitindo desse modo uma análise mais concreta e rica a respeito de quanto realmente a dívida pública “pesa” no orçamento de uma nação.

Porém, de acordo com o DIEESE (2006), a análise da dívida pública de um país não se limita apenas à comparação entre a dívida e o PIB, pois essa relação não indica a capacidade de solvência do país. Há de se considerar também a credibilidade que um país demonstra ao resto do mundo, além da taxa de juros interna, se o prazo de maturação da dívida é curto ou longo, e outros indicadores de solvência como o nível de captação e de pagamento de suas obrigações.

Para Giambiagi e Além (2008, p. 218), além da relação dívida/PIB, é importante considerar a composição e o custo da dívida para o país ao compará-lo com outras economias.

Em relação à composição dessa dívida, os países mais avançados, em alguns casos com uma dívida maior que a brasileira, costumam ter um mercado de títulos públicos suficientemente desenvolvido, combinado com uma longa tradição de estabilidade, que lhes permite ter uma proporção elevada de sua dívida na forma de papéis de longo prazo de maturação e, o que é tão importante quanto isso, com taxas de juros pré-fixadas. [...]. Em contraste, o governo de um país com uma dívida pública cujo prazo de maturação é pequeno fica à mercê das oscilações de mercado, estando sujeito a ter que resgatar – ou seja, monetizar – uma fração considerável da sua dívida e, quando a taxa de juros aumenta, sofre o impacto disso sobre parte substancial da dívida.

Desse modo entende-se que a relação dívida/PIB é o “termômetro” mais utilizado para medir o nível de endividamento de uma nação – e será esta a referência

utilizada no presente trabalho -, porém por si só, essa relação não conjuga a totalidade dos dados necessários para a realização de uma boa análise de endividamento.

O prazo de maturação da dívida e a taxa de juros média que o governo paga pelos títulos públicos são variáveis que influenciam grandemente as tomadas de decisões de um país endividado. Quanto mais longo for prazo de pagamento, melhor é para o país, visto que este não estaria tão suscetível às oscilações do mercado no curto prazo, e teria maior tempo disponível para colocar em prática e colher os resultados das políticas econômicas cabíveis para a situação. Em relação à taxa de juros, é preciso encontrar um valor tal que seja atrativo para o investidor adquirir os títulos públicos e não outras formas de investimento, como poupança ou títulos de renda fixa, e que ao mesmo tempo não onerem o governo além do limite de sua capacidade de pagamento.

No caso do Brasil, o montante de dívida pública em porcentagem do PIB mostrou-se – praticamente em todo o período que será analisado – menor do que a relação da dívida/PIB de muitos países desenvolvidos e com economia estável. O grande problema da dívida pública brasileira é seu prazo de maturação, visto que a grande parte da dívida é de curto prazo, com vencimento dos títulos em poucos meses ou no máximo um ou dois anos. Porém, o governo só poderia alongar o prazo da dívida caso os investidores obtivessem confiança nas políticas brasileiras, assegurados de que esta iria gerar um resultado primário capaz de honrar suas contas e não aumentar ainda mais a relação dívida/PIB.

2.2.3 A necessidade de financiamento do setor público (NFSP)

As contas públicas de uma nação, assim como as contas de alguma pessoa física ou jurídica, são baseadas em receitas e em despesas. Quando as receitas de um período são superiores às despesas, há superávit e formação de poupança. Em contrapartida, se as despesas ultrapassam as receitas, há a necessidade de uma nova forma de captação monetária com o intuito de suprir essa diferença. O governo pode, assim, aumentar a alíquota de impostos, vender títulos da dívida ou utilizar da senhoriagem para criar novas moedas e utilizá-las no pagamento. O montante de recursos que necessita ser captado para fazer jus ao pagamento da diferença entre despesas e receitas representa a necessidade de financiamento do setor público (NFSP), e é apurado nos três níveis do

governo – federal, estadual e municipal – a cada exercício financeiro, geralmente de um ano.

“Este instrumento [NFSP] apura o montante de recursos que o Setor Público não financeiro necessita captar junto ao setor financeiro interno e/ou externo, além de suas receitas fiscais, para fazer face aos seus dispêndios”.⁴ Por setor público não financeiro entende-se as atividades do setor público onde são excluídos dos resultados da conta do governo os bancos oficiais. Segundo Giambiagi e Além (2008), só não são excluídos do montante os bancos oficiais que exijam capitalização com recursos do Tesouro Nacional, como acontece com o Banco do Brasil e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Para melhor entendimento, pode-se considerar a NFSP como (GIAMBIAGI; ALÉM, 2008):

$$\text{NFSP} = \text{IG} - \text{SG} \quad (1)$$

Onde:

NFSP: Necessidade de Financiamento do Setor Público

IG: Investimento do Governo

SG: Poupança do Governo

O instrumento de cálculo acima demonstrado é o mais utilizado para medir a NFSP de um país. Porém, essa forma de avaliação de política fiscal gera certos descontentamentos e críticas por parte de alguns economistas. Como citam Giambiagi e Além (2008, p. 55),

[...] as estatísticas fiscais deveriam captar *todos* os elementos que afetam a situação patrimonial do setor público. Isso implica computar, no passivo, itens como o valor presente do déficit atuarial associado aos compromissos futuros da previdência social; e, no ativo, entre outros, as ações das empresas estatais, os recursos minerais de propriedade da União ou os imóveis de propriedade do governo. (grifo do autor).

A crítica tem certa relevância, visto que os ativos que afetam de alguma forma as contas do governo deveriam ser contabilizadas. Porém, no presente trabalho os dados

⁴ MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO E GESTÃO. Dados disponíveis em <https://www.portalsof.planejamento.gov.br/sof/sistema_orc/Necessidades_de_financiamento_do_setor_publico.pdf>. Acesso em 12 jun 2010.

serão baseados na NFSP supracitada, visto ser este o instrumento oficial e utilizado pelas autoridades governamentais.

Há duas formas distintas de se analisar a Necessidade de Financiamento do Setor Público de um país, denominadas pelos especialistas de “acima da linha” e “abaixo da linha”. Os critérios “acima da linha” levam em consideração somente as variáveis do endividamento fiscal do governo, ou seja, o desempenho monetário decorrente da diferença entre receitas e despesas em determinado período. Já o critério “abaixo da linha” tem ênfase especial nas variáveis que representam o financiamento de déficit e, por conseguinte, o endividamento líquido do governo em determinado período.

De acordo com Galafassi (2006), o critério de apuração “acima da linha” origina quatro categorias de resultados, quais são: o Resultado Primário, que demonstra se o governo está ou não dentro de seus limites resultante da diferença entre as receitas correntes arrecadadas e suas despesas orçamentárias; Resultado Nominal, onde são inclusos no Resultado Primário as receitas provenientes de aplicações financeiras e as despesas decorrentes de encargos da dívida e concessão de empréstimos; O Resultado Operacional, por sua vez, acrescenta ao resultado primário o desembolso com pagamento de juros reais; e por último o Resultado Público de Pleno Emprego, que elenca uma diferença hipotética entre receita e despesa em uma economia onde prevalece o pleno emprego.

Por sua vez, o critério “abaixo da linha” origina seis conceitos econômicos, também de fundamental importância para análises econômicas, quais são: A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), que abrange o total de dívida interna e externo do governo; O Ajuste Patrimonial, que representa as receitas oriundas de privatizações e passivos do governo reconhecidos em períodos posteriores; A Dívida Fiscal Líquida, consequência da diferença entre a DLSP e o ajuste patrimonial; e por fim a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) em termos nominal, operacional e primário.

3. DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA NO PERÍODO ANTERIOR AO PLANO REAL: UM BREVE HISTÓRICO

A dívida pública pode ser considerada um fator inerente ao desenvolvimento do Brasil desde sua origem como nação. Até os dias atuais, houve diversas causas, prazos, custos e perfis da dívida, tanto interna quanto externa.

A dívida externa prevaleceu como dominante no perfil da dívida brasileira até meados da década de 90, quando a paridade da taxa de câmbio em decorrência do advento do Plano Real, dentre outros motivos, fez aumentar a emissão de títulos públicos, tanto interna quanto externamente, passando o Brasil a configurar um novo perfil da dívida, agora em sua maior parte interna, como mostra o gráfico 1:

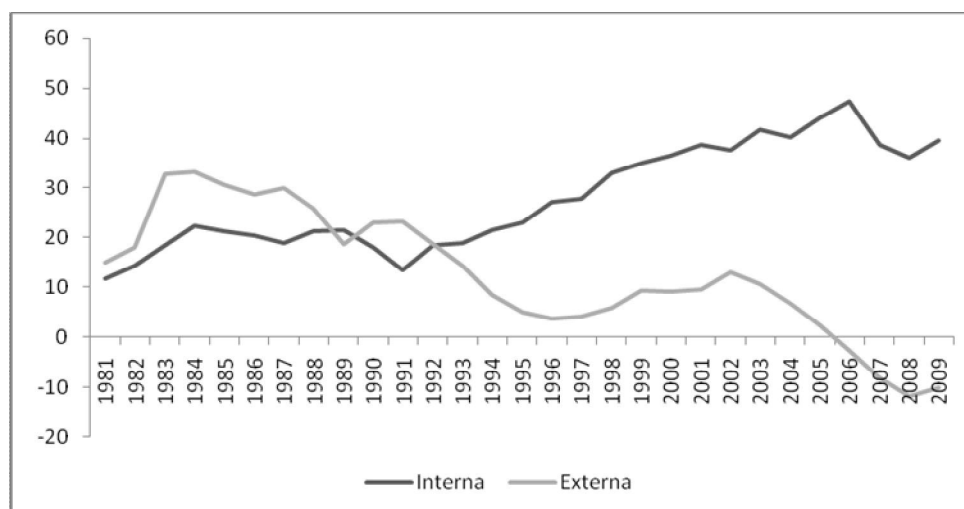


Gráfico 1: Relação dívida pública/PIB (1981-2009)

Fonte: Banco Central do Brasil, 2010. Elaboração própria.

Foi no ano de 1964, com o presidente Castello Branco, que o Brasil deparou-se pela primeira vez com um mercado de títulos públicos estruturado, visto que até então, a emissão de títulos prevalecia com a finalidade de financiar projetos específicos. A partir dessa data, a colocação de títulos no mercado passou a ser realizada com a finalidade que se conhece hoje: praticar políticas públicas e financiar o *déficit* do governo. Essa mudança estrutural visava ser um dos instrumentos de mudança no sistema financeiro nacional, “preparando o terreno” para que no ano seguinte pudesse ser implantado o

Plano de Ação Econômico do Governo (PAEG), que pretendia reformular e modernizar a economia brasileira, com um dos principais objetivos a redução das taxas de inflação verificadas nos anos anteriores e a criação de um mercado voluntário para os títulos públicos. Vale ressaltar que foi nessa época que foram editadas a Lei nº 4.357, que instituiu a correção monetária – que visava evitar as perdas para os investidores decorrentes do aumento da inflação – e a Lei nº 4.595, que criou o Banco Central (BC) e o Conselho Monetário Nacional (CMN) (PEDRAS, 2009).

Antes da adoção da correção monetária, os títulos públicos eram negociados somente com base na moeda local, sendo proibidas nos contratos as chamadas “cláusulas ouro”, que permitiam a indexação dos valores em ouro ou em moeda estrangeira estável (VERSIANI, 2003). Desse modo, sem uma cláusula que garantisse a proteção dos investidores contra os aumentos inflacionários, o mercado de títulos públicos apresentava uma baixa demanda.

A correção monetária veio suprir essa falta, garantindo maior confiabilidade e proteção ao investidor, visto que os títulos eram indexados à inflação. O primeiro instrumento público que atendia a esses novos quesitos foi a Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN). A criação de títulos com correção monetária apresentou grande impulso no que tange ao desenvolvimento do mercado de títulos brasileiro, tanto em volumes absolutos quanto em percentual do PIB. Para exemplificar, em 1964, a DPFi representava cerca de 0,5% do PIB, enquanto no final de 1969, esse valor chegou a 4%.

Apenas a partir de 1969 o financiamento para o público era tal que excedia as necessidades fiscais do governo, cabendo ao crescente endividamento basicamente a tarefa de criar um eficiente mercado de títulos públicos para viabilizar a condução da política monetária. Vale ressaltar que a parcela do déficit não financiada por meio de emissão de títulos em mercado o era pela colocação de títulos para a carteira do Banco Central, que, dessa forma, funcionava como um financiador do governo. [...] esse aspecto particular no relacionamento entre as autoridades fiscal e monetária tem apresentado considerável evolução até os dias atuais. (PEDRAS, 2009, p. 60).

O segundo grande avanço no mercado de títulos brasileiro diz respeito ao advento das Letras do Tesouro Nacional (LTN), em 1970, cuja finalidade era a criação de mais um título que permitisse ao governo operar a política monetária. As LTNs juntamente com as ORTNs configuravam, na época, os únicos instrumentos disponíveis para o governo efetuar tanto a política monetária quanto a política da dívida. Foi também

efetuada, pela primeira vez, a emissão de títulos mediante oferta pública por meio de leilão, ou seja, a preços competitivos. As LTN passaram a apresentar grande proporção do total de títulos públicos demandados, como cita Pedras (2009), em 1970, as LTN representavam 5% do total do estoque da dívida, valor esse que aumentou para 33,6% em 1972. Sendo um título prefixado, a LTN apresentava um prazo de maturação de cerca de 15 meses, acarretando em uma dívida pública com prazo de pagamento médio relativamente curto.

Enquanto isso, no cenário externo, a grande liquidez internacional juntamente com elevadas taxas de crescimento interno – estimulado, sobretudo pelo PAEG – fizeram com que o Brasil buscasse cada vez mais recursos no ambiente externo para financiar seu crescimento, conjugando em um aumento considerável do crescimento do estoque da dívida externa.

As duas crises do petróleo, respectivamente em 1973 e 1979, alteraram substancialmente essa situação, visto que houve diminuição relativa do influxo de capital externo no Brasil, ocasionada, sobretudo pela grande recessão em que se encontrava o cenário mundial. A elevação das taxas de juros internacionais – que objetivavam diminuir a liquidez das economias que foram atingidas pelos choques do petróleo – prejudicaram a renovação de empréstimos e a captação de novos recursos no mercado externo, justamente em um momento em que o balanço de pagamentos do Brasil encontrava-se em um nível crítico, em decorrência, sobretudo do grande afluxo de capital externo a título de juros e amortização (PEDRAS, 2009). Os resultados puderam ser sentidos principalmente no período seguinte, década de 1980, em que houve uma grande recessão interna influenciada por fatores não propriamente domésticos, porém que afetaram diretamente a economia brasileira, visto a grande dependência financeira em que se encontrava o Brasil perante o resto do mundo.

Os choques do petróleo influenciaram também o mercado de títulos públicos. O aumento substancial da inflação fez com que os investidores optassem por manter sob seu domínio os títulos que possuísem correção monetária, ORTN, em detrimento dos títulos prefixados, LTN. Como consequência do temor do aumento das taxas de inflação, em 1983 as ORTN's voltaram a se apresentar como o instrumento de dívida pública mais demandado pelos investidores, representando 96% do total. A troca dos títulos prefixados pelos indexados à inflação permitiram ao governo estender o prazo médio da dívida que passou de 15 meses em 1972 para 26 meses em 1983 (PEDRAS, 2009).

Em 1986, uma nova mudança institucional marcou a economia brasileira: a criação da Secretaria do Tesouro Nacional. A Secretaria foi criada com o intuito de centralizar o controle dos gastos públicos e apurar de forma mais controlada as receitas fiscais do Brasil.

A maior preocupação com a necessidade de controle e monitoramento da dívida interna, a qual vinha apresentando elevado crescimento nos anos anteriores em virtude da precária situação fiscal, aliada à percepção de que se fazia necessária uma distinção institucional entre as políticas monetária e de dívida acarretaram a transferência da administração da dívida pública do Banco Central para o Ministério da Fazenda. O Decreto nº 94.443, de 12/06/1987 determinou a transferência das atividades relativas à colocação e ao resgate da dívida pública para o Ministério da Fazenda, onde essa função ficou a cargo da Secretaria do Tesouro Nacional. (PEDRAS, 2009, p. 63).

Assim, a necessidade da separação institucional incumbiu a Secretaria do Tesouro de controlar os títulos e as quantidades emitidas no mercado, responsabilizando-se pela política da dívida. Ao Banco Central coube agora se responsabilizar pelo controle da política monetária do país.

O aumento da rigidez no controle fiscal do país, porém, não foi suficiente para acalmar as contas públicas no que tange ao âmbito externo. O Brasil enfrentava os resultados inerciais dos choques do petróleo, que ocasionou uma grande recessão a nível mundial. Além disso, a crise nos países em desenvolvimento e a declaração da moratória mexicana em 1982 desfavoreceram o ingresso de capital estrangeiro no país. Para Giambiagi e Além (2008), nesse período houve um aumento considerável da relação dívida/PIB em consequência do aumento do numerador, ocasionado por estagnação econômica e um forte déficit fiscal.

O período que compreende toda a década de 1980 foi de reestruturação econômica e alguns sacrifícios financeiros para o Brasil, como elevação máxima das exportações e diminuição das importações, com a finalidade de se obter superávits comerciais. Foram buscados acordos com o FMI – que exigiram grandes adaptações da economia brasileira para atender às mudanças exigidas pelo Fundo – e desenvolvidas diversas ações que almejavam a reestruturação da dívida externa. De fato o governo alcançou certos objetivos como o reescalonamento do principal da dívida vincenda, a manutenção das linhas de crédito de curto prazo e pacotes econômicos que buscavam fazer frente ao pagamento de parte das contas. Porém, para Pedras (2009, p. 72), “tais soluções apenas postergavam os problemas, sem representar, contudo, uma solução para

os déficits do balanço de pagamentos do país, o que elevou as reservas internacionais para níveis preocupantes em 1986”.

O *boom* inflacionário enfrentado pelo Brasil em toda a década de 1980 exigiu das autoridades respostas rápidas que interrompesse o grande aumento nominal dos preços. Para tal, uma das alternativas adotadas foi o fim da correção monetária. Os ORTNs, que passaram a ser chamados apenas de OTN, tiveram suas emissões suspensas, visto sua impossibilidade de indexação. A falta de opções de títulos fez o Banco Central criar uma nova modalidade, em 1986, denominado Letra do Banco Central (LBC), com a finalidade única de possuir um instrumento para política monetária. A LBC era indexada diariamente e remunerada pela taxa Selic, o que fez sua procura aumentar numa rapidez inexplicável. Aproveitando o sucesso da colocação das LBCs no mercado, o Tesouro Nacional criou uma modalidade de títulos parecida com a LBC, porém com a finalidade de ser utilizado no financiamento dos déficits orçamentários. Tal modalidade de títulos foi denominada Letras Financeiras do Tesouro (LFT).

A posse de José Sarney na presidência da República, em 1987, fez suspender as negociações do Brasil com o FMI, com o intuito de impedir que os acordos pudessem comprometer o crescimento do país. Sem haver outra saída, em fevereiro do ano supracitado foi promovida a moratória da dívida externa brasileira, que suspendeu o pagamento dos juros de médio e longo prazo até setembro de 1988, quando foi firmado o acordo que pôs fim à moratória.

A declaração de moratória brasileira exigiu ainda mais recursos para financiamento via dívida interna. De acordo com Pedras (2009), nos anos de 1988 e 1989, praticamente o único meio utilizado para captar recursos de terceiros era via emissão de LFT. A emissão de LFT foi preferível à de LTN visto esta apresentar maior prazo de pagamento.

Paralelamente a este cenário, as autoridades públicas desenvolviam planos econômicos que pusessem fim ao crescimento descontrolado da inflação. Depois de alguns fracassos, o Brasil pôde assistir uma estratégia que cortou o *boom* inflacionário. O Plano Real, posto em 1994, pode ser considerado, segundo Galafassi (2006), um “divisor de águas” na economia brasileira. Foi graças a esse Plano que o Brasil pôde voltar a prever e controlar estatisticamente variáveis futuras, visto que a inflação encontrava-se agora em níveis razoáveis e decrescentes.

Cabe ressaltar que no início da década de 1980, a relação dívida pública/PIB apresentou substancial queda, apesar da NFSP em seu conceito operacional ser próxima de zero e o PIB ter crescido muito pouco nesse período (GIAMBIAGI; ALÉM, 2008). Essa queda pode ser explicada pela brusca diminuição da liquidez do mercado brasileiro, consequência do Plano Collor de 1990. Como resultado, o governo passou a realizar a troca compulsória da dívida em poder do mercado por outra, com prazo de vencimento de 18 meses e taxa de juros bem inferior à Selic, o que acarretou em grandes ganhos para o governo. Esse quadro se reverteu na segunda metade da década de 1990, e a dívida pública voltou a dar sinais de expansão.

Concomitantemente ao Plano Real, a relativa estabilização que se esperava da dívida pública não pôde ser observada. Pelo contrário, notou-se uma tendência de forte expansão da dívida, que pode ser explicado pelos seguintes fatores, como descreve Pedras (2009, p. 66):

[...] (i) a rígida política monetária da época, a qual acarretou uma taxa real de juros média no período extremamente elevada; (ii) o reduzido superávit primário, que se apresentava até negativo para alguns anos do governo; e (iii) a política de propiciar maior transparência às contas públicas, reconhecendo vários passivos que antes de encontravam disfarçados, como, por exemplo, o programa de saneamento das finanças estaduais e municipais e a capitalização de alguns bancos federais. De fato, nessa segunda metade da década de 1990, a DPMFi em mercado cresceu em média, em termos reais, à taxa de 24,8% a.a.

Assim, a estabilização econômica alcançada pelo Plano Real não foi suficiente para evitar que a dívida pública se expandisse. Como descrito acima, o aumento da taxa de juros fez com que o valor pago pelo governo no momento de resgate dos títulos fosse superior ao esperado. O reduzido superávit exigiu financiamento das contas do governo que não puderam ser supridas com o montante de superávit alcançado. Por fim, a necessidade de maior transparência das contas públicas, onde foram reconhecidos grandes passivos até então “inexistentes” exigiu o aumento do valor dos ativos do governo, para fazer jus à sua capacidade de pagamento. De acordo com Giambiagi e Além (2008), essas dívidas antigas, inicialmente não registradas, são conhecidas na literatura como *hidden liabilities*, ou “passivos ocultos”, enquanto que no jargão jornalístico são conhecidas como “esqueletos”.

Um ponto que merece destaque durante a década de 1990 foi o aumento considerável das dívidas municipais e estaduais na totalidade da dívida pública. Esse montante que equivalia a 16% da dívida em 1990 passou para 33% desta em 1994. Esse

fato pode ser explicado pelos constantes déficits dessas unidades da federação e a pressão governamental por renegociações com componentes mobiliários dessa dívida (GIAMBIAGI; ALÉM, 2008).

Com a estabilização da economia no que tange aos efeitos inflacionários, foi possível ao governo utilizar com maior autonomia e planejamento as políticas monetárias. O maior grau de confiabilidade dos investidores – tanto nacionais quanto internacionais – nos títulos brasileiros permitiu ao governo alongar o prazo de vencimento dos títulos, e juntamente com a reforma cambial de 1999, fez transparecer uma nova forma de indexação e de gestão da dívida pública, que serão analisados nas seções seguintes.

4. A DINÂMICA DA DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO PÓS PLANO REAL

O presente capítulo tem como objetivo analisar a trajetória da Dívida Pública Federal (DPF) no Brasil no período de 1994 a 2009. Serão analisadas as variáveis econômicas que acarretaram nas principais oscilações da dívida, buscando compreender também quais foram os principais títulos emitidos e negociados no mercado na referida época e o prazo de maturação da dívida decorrente da emissão desses.

4.1 A trajetória da relação dívida/PIB no Brasil: 1994 - 2009

Certamente há de se notar uma visível melhora do perfil da dívida pública brasileira, como já citado no capítulo anterior. Essa melhora advém de alguns fatores, dentre eles o melhor gerenciamento da dívida pública por parte do Estado decorrente, sobretudo, da mudança da natureza desta no que tange à moeda, ao prazo e ao tipo de títulos negociados.

Obviamente, um mercado de títulos mais desenvolvido facilita a implantação de estratégias econômicas e de mercado por parte do governo – principalmente no que tange à qualidade dos títulos e ao prazo de maturação –, como facilitar a operação e o procedimento de políticas monetárias, assim como expor menos o país à necessidade de captação de recursos no mercado externo, acarretando em maior dependência com relação a outras economias.

A grandeza do mercado de títulos públicos do país no limiar de sua trajetória pode ser considerada uma relevante decorrência da melhoria do perfil da dívida. De acordo com dados do *Bank of International Settlement* (BIS) *apud* Silva; Garrido; Carvalho (2009), quando se trata de níveis absolutos, o Brasil é o oitavo maior mercado de títulos públicos do mundo, como pode ser visto no gráfico 2. Além disso, segundo os autores, o Brasil é um dos países que apresenta o mercado de títulos mais líquido dentre os países emergentes da atualidade. Isso em grande parte é decorrente dos esforços do governo brasileiro em manter o tripé de política econômica – câmbio flutuante, metas de inflação e garantia de transparência e responsabilidade fiscal, que será analisado mais adiante.

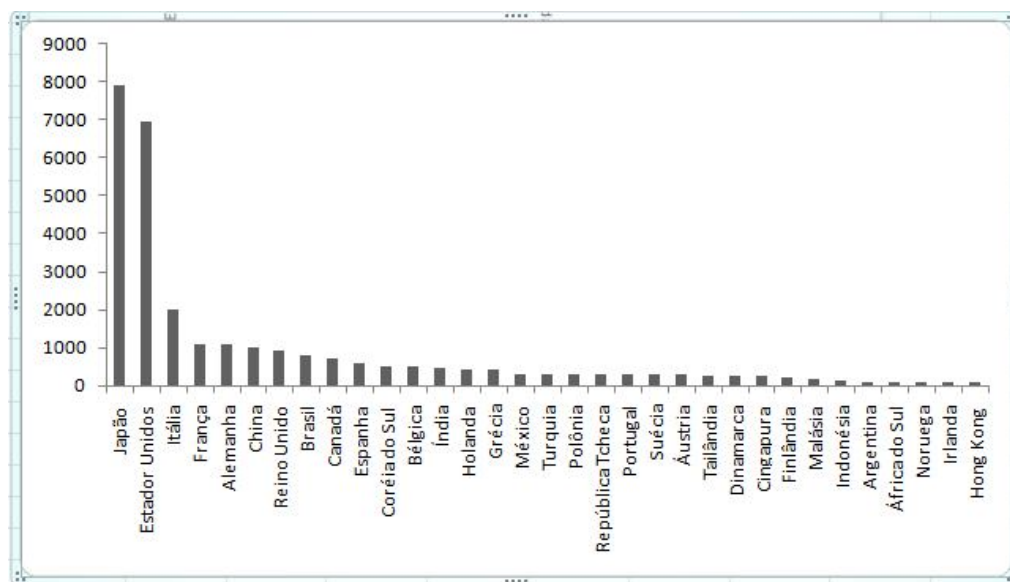


Gráfico 2: Tamanho do mercado de títulos público (em US\$ bilhões)

FONTE: *Bank of International Settlement (BIS)* apud Silva; Garrido; Carvalho (2009). Elaboração própria.

O cenário da dívida pública no Brasil, porém, não foi sempre otimista. O nível de confiança dos investidores, o prêmio de risco das aplicações e a liquidez dos títulos variaram bastante em toda sua trajetória.

O principal marco no que tange à estabilidade econômica e à autonomia brasileira para administrar sua dívida foi o plano de estabilização financeira denominado Plano Real, colocado em prática depois de assistidas algumas tentativas estabilizadoras da inflação que não obtiveram sucesso.

Graças ao Plano Real, os resultados e a mudança no perfil da economia interna foram surpreendentes, sobretudo ocasionados pela âncora cambial – que foi possível em decorrência da grande entrada de capital externo na economia brasileira –, possibilitando manter a paridade de preços internos e produtos similares externos e desse modo, aquecer a economia brasileira. Além de ser considerado um plano estabilizador da inflação, o Plano Real pode ser considerado também um estabilizador social, visto que a insegurança de investidores e consumidores brasileiros e estrangeiros mostrou-se decrescente e a economia pode-se expandir com maior consumo, investimentos, renda e conseqüentemente menor nível de desemprego.

Porém, os países emergentes – incluindo o Brasil – ainda por não apresentarem total autonomia financeira e lograrem históricos econômicos turbulentos, são

incontestavelmente vulneráveis e dependentes à entrada de capital externo, tornando delicado todo o processo de estabilização, com altos riscos de ruptura.

A estabilização da economia, assim, teve um alto custo para o Estado. Para manter o nível de valorização de sua moeda, o Brasil necessitou de recursos externos que não dispunha na época. Para garantir a entrada de capital necessária para manter a paridade cambial, o país necessitou criar cenários atrativos e muito diferenciados para investidores estrangeiros, e encontrou o melhor modo de fazê-lo aumentando sua taxa básica de juros, o que resultou em grandes problemas de conjuntura para a economia brasileira, até mesmo no curto prazo.

Em junho de 1994, a média do mês da taxa Selic estava num patamar de, nada menos, que 50,62% a.m. O excesso de recursos externos acabou por atingir justamente o câmbio, que estava sendo tão excessivamente controlado. O aumento das reservas levou a uma apreciação cambial tal (R\$ 0,84 para cada US\$ 1,00 em janeiro de 1995) que a balança comercial foi afetada – as exportações foram reduzidas, dado o alto nível de valorização da moeda nacional, e as importações sofreram uma enorme alta, gerando um déficit na conta corrente brasileira, o que não ocorria há 14 anos. (GALAFASSI, 2006, p. 40).

Para se ter uma idéia do quanto a balança de capitais brasileira foi afetada pela apreciação cambial no período, cabe citar as palavras de Casa (2008, p. 21), “O total de movimentação na balança de capitais durante a vigência da âncora cambial saltou de US\$ 9,93 bilhões em 1994, para US\$ 52,29 bilhões em 1998, e no mesmo período o *déficit* em transações correntes se aproximou de US\$ 110 bilhões”. O gráfico 3 reflete a realidade do saldo da balança comercial brasileira no período analisado, defasada pela valorização cambial. Como é possível observar, a partir de 1994 há uma queda brusca do saldo da balança comercial brasileira, acarretando em conseqüentes *déficits* para o país, cenário este que só iria se reverter no início da década seguinte, com a decretação do fim da âncora cambial.

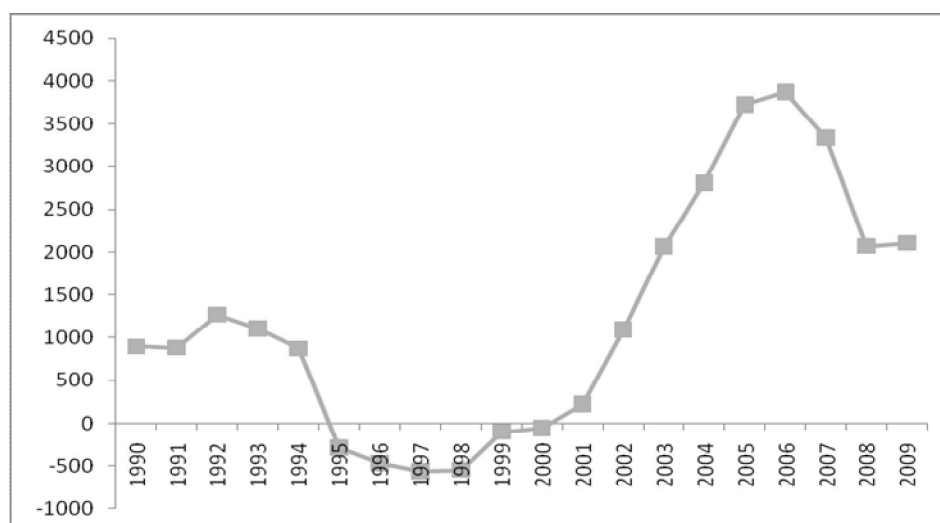


Gráfico 3: Saldo Balança Comercial Brasileira (1990 – 2009) – R\$ milhões

FONTE: Ipeadata, 2010. Elaboração própria.

O grande fluxo de capital externo na economia brasileira, decorrente da alta atratividade do capital, correspondeu em sua maior parte em investimentos externos diretos no que tange a fusões e aquisições de empresas até então estatais, geando uma onda de privatizações e encargos cada vez maiores para a economia nacional. Como cita Filgueiras *apud* Casa (2008, p. 21),

O financiamento externo, que por décadas serviu para o incremento da produção nacional, passara a ser utilizado especialmente pelas empresas privadas de grande porte, como forma de fugir do *spread* entre as taxas de juros interna e externa. Em 1994, o setor privado detinha 41,1% do total da dívida externa (US\$ 60,9 bilhões), atingindo, em 1998, quase 60% (US\$ 140,2 bilhões).

Neste cenário, o Brasil viu-se consagrado no que tange à estabilização da inflação que perturbava a economia interna até então, e conseqüentemente assistiu sua economia doméstica obter resultados muito satisfatórios no que concerne ao seu desenvolvimento e ao seu sistema de câmbio fixo. Por outro lado, porém, o Brasil viu suas contas públicas cada vez mais dependentes do humor nas economias externas, visto o grande fluxo de capitais estrangeiros dominantes – o que colocava o país em situações delicadas em momentos de grandes oscilações externas, como nas crises do México (1994), da Ásia (1997) e da Rússia (1998) – e que representavam um alto custo para o país a médio e a longo prazos.

A saída encontrada pelo Estado para reverter essa situação de grande dependência econômica para com economias externas foi dar maior ênfase à política

monetária de compra e venda de títulos públicos, a fim de concentrar maiores expectativas na dívida interna, convertendo aos poucos sua natureza, no que ficou conhecido como “financeirização da dívida”. A abertura comercial assistida no governo anterior, juntamente com a paridade cambial provida pelo Plano Real foram os principais alicerces da expansão da dívida interna em detrimento da dívida externa, como pôde-se notar no gráfico 1.

A trajetória da dívida interna/PIB, demonstrada no gráfico 4, mostra seu crescimento bastante acentuado, partindo de 21,22% do PIB brasileiro em 1994 e atingindo seu ápice no limiar do ano de 2009, com um relação da dívida/PIB equivalente a 50,66%.

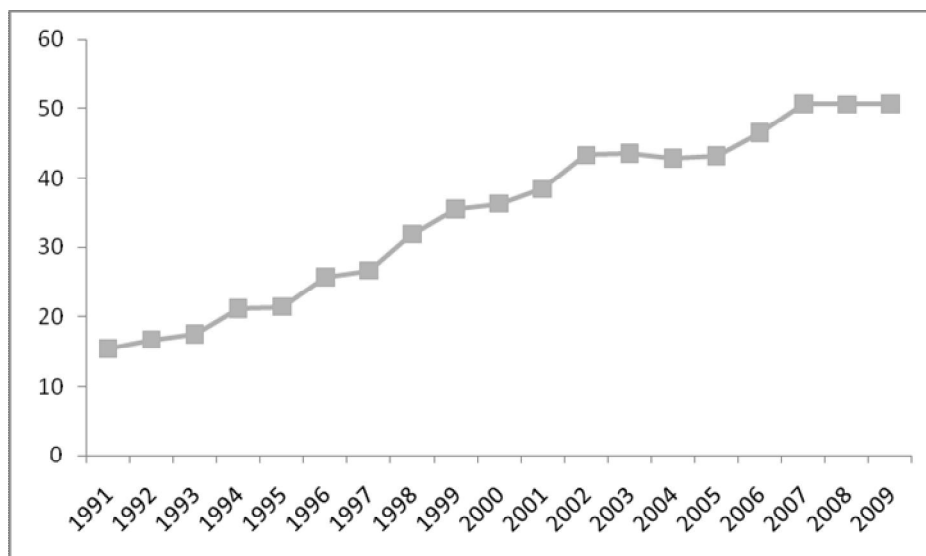


Gráfico 4: Trajetória dívida interna/PIB (1991 – 2009)

FONTE: Ipeadata, 2010. Elaboração própria.

A garantia de maior rentabilidade e segurança aos investidores culminou na necessidade de emissão de títulos públicos com altos prêmios de risco. Casa *apud* Cardim de Carvalho (2008, p. 28) confirmam a maior credibilidade passada aos investidores estrangeiros ao afirmarem ainda que

O risco de mercado foi eliminado pela indexação e pela taxa de juros de curto prazo (Selic), e o risco de liquidez é mantido baixo, pela disposição sempre elevada das instituições participantes, especialmente o Banco Central, em servir de comprador de última instância destes títulos.

Há de se considerar que o alto custo da manutenção de um nível de poupança externa ótimo, capaz de controlar a taxa de câmbio em patamares necessários para

impedir a desvalorização da moeda, fez aumentar o desequilíbrio e a deterioração das contas públicas, principalmente no que concerne à elevação do nível da carga tributária para poder fazer jus ao pagamento do grande prêmio de risco dos títulos devido aos investidores – resultando no que Galafassi (2006) denomina de ciclo vicioso, sendo difícil distinguir o que é causa e o que é consequência entre a deterioração das contas públicas e os elevados prêmios de risco necessários para garantir certa demanda de investidores.

Para evitar maiores colapsos e manter sob controle a âncora cambial, era necessário formular alternativas para evitar maiores desequilíbrios das contas internas em decorrência do alto pagamento dos juros. Assim, diferentemente do que ocorria no período do *boom* inflacionário, após a estabilização da economia no que tange ao aumento exacerbado da inflação, viu-se um aumento notável de emissão de títulos prefixados, como pode ser observado no gráfico 5. Houve também uma mudança no que tange ao prazo de vencimento dos títulos, permanecendo prazos relativamente mais longos, visto que o temor dos investidores com a alta depreciação da moeda não mais existia⁵.

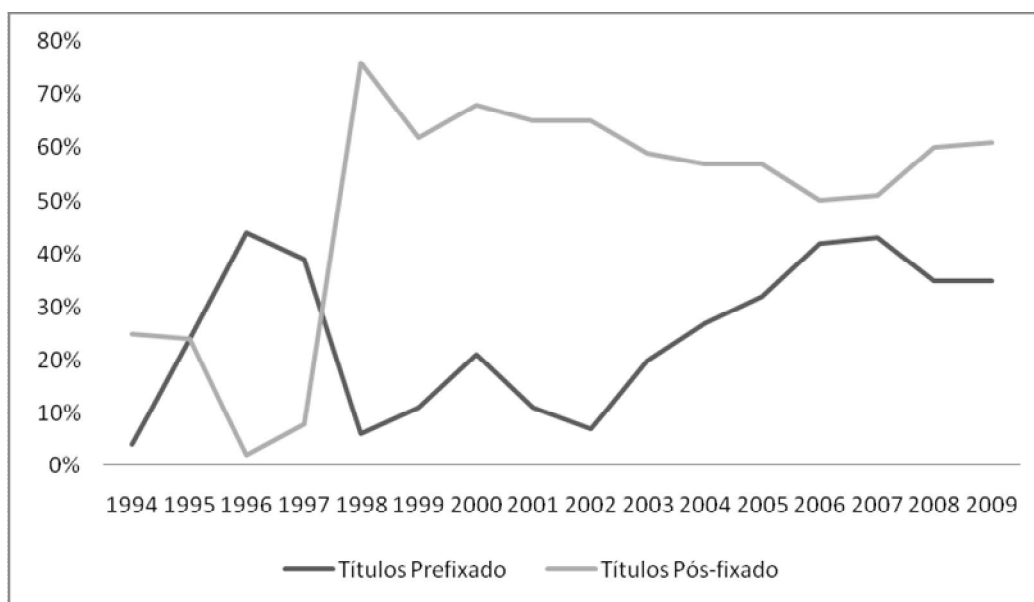


Gráfico 5 Emissão de títulos Prefixados versus Pós- fixados (1994 - 2009) - %

FONTE: Tesouro Nacional, 2010. Elaboração própria.

É visível pelo gráfico 5 que nos anos que se seguem a 1994, houve um crescente aumento da financeirização da dívida decorrente da emissão de títulos prefixados.

⁵ O prazo médio de vencimento dos títulos públicos será analisado mais a diante.

Porém, é notável que essa euforia permaneceu por pouco tempo, e o interesse por títulos pós-fixados voltou a crescer, principalmente a partir de 1997, atingindo o pico de 76% da dívida composto por título pós-fixado em 1998. De acordo com Casa (2008), o crescente aumento da procura por títulos pós-fixados deve-se por consequência de seus rendimentos terem sido fortemente majorados concomitantemente à elevação da taxa básica de juros, diante da necessidade da recompensa diferenciada para atrair capital externo para o país. Portanto, a demanda por títulos atrelados à Selic faz transparecer “o peso da vulnerabilidade externa da economia brasileira sobre as decisões de composição das carteiras de investimentos e portfólio”. (CASA, 2008, p. 33).

Há um aumento contínuo de títulos prefixados de 2002 a 2007, fazendo transparecer a melhora no perfil da dívida. Em 2008, porém, percebe-se uma diminuição de suas emissões, ocasionada pelos efeitos no mercado decorrentes da crise do *subprime*. Segundo o Tesouro Nacional (2010), esse recuo foi estratégico visto que tinha como objetivo evitar que flutuações de curto prazo causassem impactos nos custos de financiamento da DPF no médio e longo prazos.

Notável é o peso dos títulos atrelados à taxa Selic (Letras Financeiras do Tesouro – LFT) em praticamente todo o período em análise, com exceção do final de 1996. O gráfico 6 reflete a realidade das oscilações do montante de títulos atrelados à Selic de 1994 a 2009, considerado os valores dos estoques constados no final de cada período.

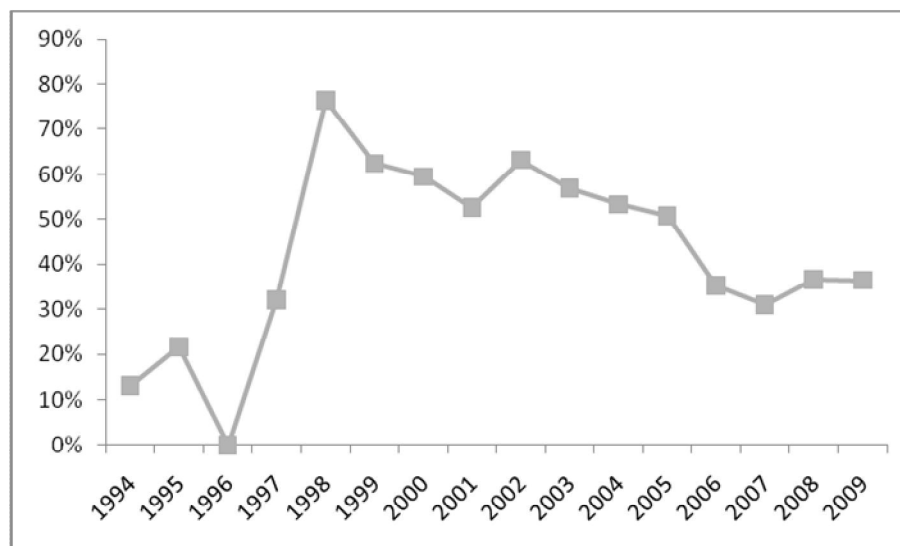


Gráfico 6: Oscilações dos títulos indexados à Selic (1994-2009) - %

FONTE: Tesouro Nacional, 2010 . Elaboração própria.

É consenso afirmar que um grande volume de títulos atrelados à taxa básica de juros pode ser prejudicial à política monetária do país, pois o montante do passivo da dívida torna-se extremamente vulnerável em momentos em que há necessidade de alteração na taxa de juros para controlar variáveis macroeconômicas – aumento da taxa de juros para controlar a inflação, por exemplo. No início do Plano Real, além de o governo manter taxas elevadas de juros para evitar fuga de capital externo, esta alta taxa também foi utilizada para instigar a poupança e desestimular a procura de crédito de famílias e empresas, com o intuito de evitar um novo processo inflacionário.

Por outro lado, baixas taxas de juros tendem a aquecer a economia, gerando maiores consumo, investimentos e empregos, mas tendem a diminuir a demanda por títulos públicos, acarretando em maiores necessidades de recolhimento fiscal ou emissão de moeda, podendo dar início a um novo ciclo inflacionário.

No início do período analisado – principalmente em 1995 e 1996 –, o Banco Central e o Tesouro Nacional optaram por oferecer parcelas crescentes de títulos prefixados, com prazos superiores aos que vinham sendo praticados visando estimular o alongamento da dívida e diminuir o risco de seu passivo para o país e, além disso, “a taxa efetiva *over/Selic*, que alcançava 2,58% a.m. em janeiro de 1996, caiu para 1,8% a.m. em dezembro do mesmo ano, enquanto a mesma taxa, acumulada no ano, reduziu-se à metade em relação a 1995, passando de 53,1% a.a. para 27,4% a.a.”. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1996, p. 42).

Nota-se no período uma tentativa de melhora no perfil da dívida pública, com taxas de juros menores e alongamento nos prazos. Porém, a demanda de papéis públicos tem relação direta com o nível de confiança dos investidores, que por sua vez, é altamente influenciado por acontecimentos locais e mundiais, como ocorreu com o Brasil no final de 1997. Abalado pela crise asiática que colocava os países emergentes em grandes riscos, o Banco Central viu-se obrigado a utilizar mais uma vez o instrumento mais eficaz para controle da demanda agregada de títulos – a taxa de juros – e interromper suas tentativas de diminuição, aumentando a taxa *over Selic* para 47,4% a.a. (IPEADATA, 2010). O mercado reagiu rapidamente a essa alta e, juntamente com os reflexos da crise na Rússia em meados de 1998, houve recorde de vendas do principal títulos atrelado à Selic, a LFT, como pode ser visto no gráfico 6.

Após a fase de turbulências causada pelas conseqüentes crises econômicas em países emergentes, o Brasil mostrou notável reestruturação no que tange ao poder de barganha e controle sobre os títulos públicos no que concerne à taxa de juros. Cabe

ressaltar que a taxa básica de juros certamente exerce grande influência na decisão do investidor e pode ser uma variável decisiva, porém a diminuição do montante da dívida dependente de taxa de juros favorece o país no sentido de este poder efetuar políticas monetárias sem causar efeitos multiplicadores de aumentos no passivo das contas públicas, favorecendo assim a natureza da dívida.

Para Dias; Oreiro (2008), outro importante aspecto que se deve levar em consideração é o padrão realimentador, que define que melhorias nas expectativas dos agentes em relação à economia doméstica podem acarretar em queda na taxa de juros, fato este extremamente favorável ao país. Assim, a governo não necessitará manter altos níveis de juros para atrair a confiança de seus investidores, pois outros fatores são também relevantes, como a garantia de pagamento e a liquidez dos títulos.

Realmente é este o objetivo das economias que pretendem otimizar seu mercado de títulos e manter o devido controle sobre este, sem perder seu poder de barganha para o mercado. Em linhas gerais pode-se afirmar que, aos poucos, o Brasil vem obtendo sucesso nesse quesito, visto que os investidores têm demonstrado aumento de confiança nas economias emergentes, em decorrência da evolução e da crescente autonomia destas em relação a economias desenvolvidas, reflexo da favorável conjuntura econômica mundial.

Um consenso entre analistas é que a manutenção da taxa de juros em determinado patamar pode acarretar em um processo inflacionário num futuro não muito distante. Uma alternativa rentável para esse cenário são os títulos indexados a taxas de inflação, que pagam aos investidores uma remuneração fixa somado à variação de inflação. É visível que no Brasil, a relativa estabilização da taxa básica de juros trouxe aumento na demanda e emissão de títulos indexados ao IPCA, como demonstra o gráfico 7.

No que concerne às NTN-B – título indexado ao IPCA⁶ –, pode-se considerar que sua trajetória é bastante interessante. Iniciou 1994 representando um total de 17% da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), em decorrência sobretudo da instabilidade dos preços no início do ano, o que aguçou a desconfiança do investidor frente ao governo e a necessidade de se buscar um título menos arriscado. A partir de 1995, como mostra o gráfico 7, pode-se notar uma queda brusca da emissão do NTN-B

⁶ O IPCA é o medidor oficial da inflação no país, e segundo o Banco Central do Brasil (2010, p. 07), “é o índice mais relevante do ponto de vista da política monetária, já que foi escolhido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) como referência para o sistema de metas para a inflação implantado em junho de 1999”.

e sua visível retomada principalmente a partir de 2006, chegando a 2009 com um total de 24% da DPMFi.

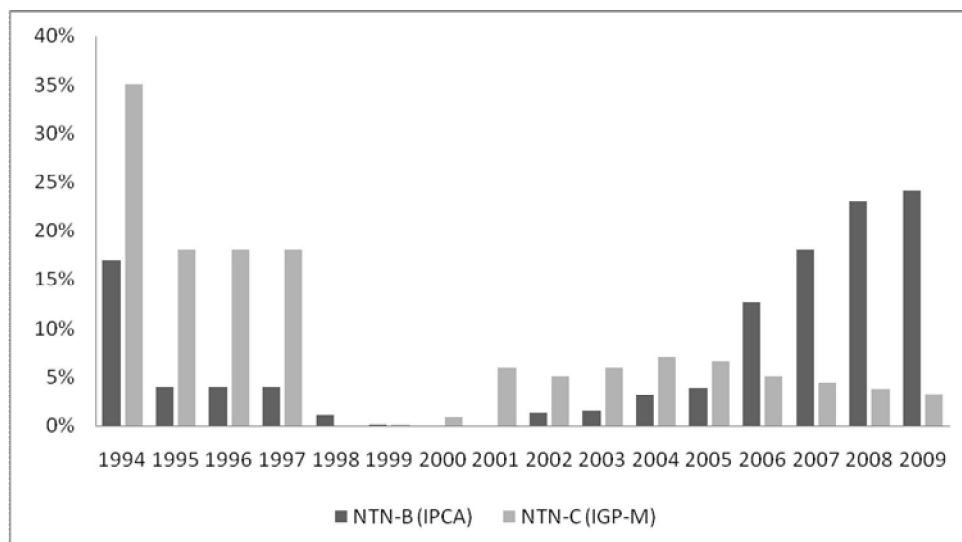


Gráfico 7: Títulos indexados a índices de preço (1994-2009) - %
 FONTE: Tesouro Nacional, 2010. Elaboração própria.

Por se tratar de um índice que representa a inflação propriamente dita, é necessária certa cautela para analisar a relação entre emissão de títulos e IPCA, visto que “a expectativa de inflação tem efeito sobre a formação das taxas nominais e reais de juros, notadamente sobre o custo da dívida, refletindo o custo de financiamento da mesma, já que a taxa nominal dos juros é dada pela taxa real acrescida pelas expectativas de inflação”. (DIAS; OREIRO, 2008, p. 10).

Assim, o nível de inflação futura tem relação direta com a expectativa dos agentes no que concerne à taxa de juros, visto que um aumento da expectativa de inflação faz também aumentar a expectativa da taxa de juros nominal e real, culminando em um crescimento do montante da dívida pública e a conseqüente dificuldade do governo em manter a relação dívida pública/PIB nos parâmetros determinados. Desse modo há de se considerar relevante o índice de inflação em países com elevado montante de dívida interna, principalmente porque o Estado, em tese, perde seu poder de barganha, pois a remuneração dos títulos passa a oscilar em conseqüência das expectativas do mercado primário.

É evidente o legado deixado pelo período de descontrole da inflação vivenciado até o início da década de 90 quando se analisa individualmente os principais títulos emitidos pelo governo no período de ajuste e financeirização da dívida. É notável que

no início do período analisado, tem-se a maior parte da DPMFi composta por Notas do Tesouro Nacional Série C (NTN-C), com cerca de 35% do total – vide Anexo II. Este título tem como principais características o ajuste do valor nominal decorrente da média do IGP-M do mês anterior, pagamento semestral de juros e prazo especificado pelo Ministro de Estado da Fazenda no momento da emissão do título⁷.

De acordo com dados do Banco Central do Brasil⁸, o IGP-M tem como principal foco o reajuste do mercado financeiro, principalmente o de longo prazo. A necessidade de se calcular o IGP-M surgiu da busca pelo mercado de um índice que representasse numericamente e mensalmente a correção de contratos de operações financeiras e correção de balanços, por exemplo.

Com o passar dos anos e o progressivo aumento da confiança do investidor na estabilidade dos preços do mercado, decorrente, sobretudo da diminuição da variação radical dos preços e do constante controle do processo inflacionário por parte do governo, a demanda e conseqüentemente a emissão das NTN-C demonstraram um visível decréscimo, principalmente a partir de 1997, chegando a não haver emissões desses títulos em 1998 e 1999, e uma gradativa, porém singela retomada de emissões a partir de 2000.

4.1.1 Flutuações cambiais e seus impactos na dívida pública

Dentro da conjuntura econômica, a taxa de câmbio certamente exerce um papel fundamental. É através dos objetivos traçados para o alcance de metas cambiais que serão definidas mudanças na conjuntura e nas variáveis econômicas. Manter uma taxa de câmbio compatível com os moldes previstos certamente trará maior confiança aos investidores, pois representa a permanência de equilíbrio de exportações, importações e reservas cambiais.

A política de estabilização da inflação materializada no Plano Real tinha como um de seus principais pilares o câmbio fixo, que na realidade era administrado como um regime de bandas cambiais, onde eram possíveis pequenas variações (GARCIA, 1999). O Brasil tinha como principal instrumento de política monetária, portanto, a taxa de juros, visto que era o aumento do prêmio de risco que conduzia investidores a

⁷ Banco Central do Brasil. Dados disponíveis em <http://www.bcb.gov.br/htms/Infecon/FinPub/cap6p.pdf>. Acesso em 08 out. 2010.

⁸ Banco Central do Brasil. Dados disponíveis em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ02-%C3%8Dndices%20de%20Pre%C3%A7os.pdf>. Acesso em 09 out. 2010.

demandarem títulos brasileiros. Em momentos de crises financeiras e conseqüentes fugas de capital estrangeiro, o Brasil via-se forçado a aumentar sua taxa de juros para garantir o mínimo de investimento necessário – até mesmo capital especulativo – com a finalidade de manter um nível razoável de moedas estrangeiras no país para garantir a estabilidade da âncora cambial, que era sustentada pela entrada de capital externo.

A manutenção do controle da inflação era realizada pelo sistema de câmbio fixo em conjunto com as oscilações dos juros, visto que

era [o regime de câmbio fixo] que segurava a inflação, ao forçar o ajustamento de boa parte dos preços internos aos preços internacionais. Por outro lado, nesse modelo, cabia aos juros o papel de atrair os capitais do resto do mundo, fundamentais para o equilíbrio do balanço de pagamentos. Assim, cada vez que, por qualquer motivo, a credibilidade do País ficava abalada, a elevação dos juros e, por conseguinte, da rentabilidade nas aplicações servia para cobrir o "risco país", ou seja, o risco de uma desvalorização e/ou de uma moratória. (GARCIA, 1999, p. 79).

Porém, o sistema de controle da inflação pela âncora cambial – quando da implantação da nova moeda – mostrou-se tão valorizado ao Real que os esforços para desvalorizar o câmbio nos anos posteriores viram-se prejudicados. Somam-se a isso, no cenário vigente, o crescente aumento de títulos pós-fixados demandados pelo mercado – fazendo com que alterações na taxa de juros tivessem dimensões muito aquém do esperado na conjuntura econômica –, o esgotamento da política fiscal⁹, decorrente de necessidades de financiamento do setor público recordes em 1998; os efeitos da rigidez da política cambial no Balança de Pagamentos do Brasil e a deterioração das reservas cambiais (ALMEIDA, 2007). Soma-se a isso a execução de um programa de privatização de dimensões amplas.

Como conseqüência da situação econômica vivenciada pela economia brasileira na época, o governo viu-se forçado a abandonar o regime de câmbio fixo e permitir a flutuação cambial.

Estava rompido, assim, o maior pilar do Plano Real, qual seja, a âncora cambial. Os esforços não foram suficientes para evitar ataques especulativos contra o real em 1999, o que culminou em uma crise, conseqüente desvalorização da moeda e o aumento da inflação acima do esperado.

A crise brasileira refletiu-se no mercado internacional, com quedas nas principais Bolsas de Valores do mundo. No dia seguinte, aconteceram as

⁹ Segundo Beluzzo; Almeida (2002), a receita de impostos passou de 22% do PIB em 1994 para mais de 30% do PIB em 1998.

primeiras mudanças: Gustavo Franco, o Presidente do Banco Central, um fervoroso defensor do sistema de bandas cambiais, e que vinha sustentando a política de apreciação do real, pediu demissão. Indicado como novo presidente, Francisco Lopes anunciou um alargamento da banda cambial, com o teto passando de R\$ 1,22 para R\$ 1,32, o que significou uma minidesvalorização do real da ordem de 8,26%. (GARCIA, 1999, p. 76).

Na realidade, a crise cambial de 1999 no Brasil fez com que a principal ferramenta de análise e controle da relação dívida pública/PIB passasse a ser o câmbio flutuante e não mais a taxa de juros. A partir de então, não seria mais necessário manter alta a taxa de juros, pois quando indispensável para o país evitar a fuga de capital externo ou atraí-los, a desvalorização cambial se encarregaria de manter a rentabilidade dos investimentos. Ocorre, porém, que para que fosse possível o decréscimo dos juros, era necessário antes haver a estabilidade da taxa de câmbio decorrente do *overshooting* (desvalorização cambial em um patamar além do de equilíbrio, para mais tarde haver a estabilização da taxa de câmbio) (GARCIA, 1999).

Como o Brasil foi forçado a alterar o sistema cambial, não estando dependente praticamente de projetos concretos, não houve tempo de o governo controlar a entrada de capitais externos e garantir estabilidade econômica enquanto durasse o *overshooting*, qual é a medida mais adequada, visto que é necessário administrar o capital externo para otimizar os recursos no salto inicial da mudança de um sistema de câmbio fixo e valorizado para um regime flutuante. Com a falta de confiança dos investidores e a não segurança para com o futuro das contas públicas, o Brasil viu-se obrigado a retomar os acordos com o FMI, utilizando esses recursos como uma “ponte” para reaver a estabilidade da economia e recuperar a confiança dos investidores (GARCIA, 1999).

De fato, as depreciações cambiais não demoraram a aparecer. De acordo com dados do Banco Central do Brasil, a taxa de câmbio ao final de 1998, onde ainda prevalecia o regime de câmbio fixo, representava R\$1,20/US\$. No final de 1999, agora com regime de câmbio flutuante, em R\$ 1,79/US\$, depois de ter sofrido bruscas oscilações¹⁰.

As expectativas dos investidores, porém, não corresponderam diretamente à variação do câmbio. Como pode ser visto no gráfico 8, o aumento da demanda por títulos indexados ao câmbio tiveram um aumento relativamente maior que a depreciação cambial.

¹⁰ O pico da desvalorização em 1999 foi no mês de fevereiro, onde a taxa de câmbio chegou a R\$2,0648/US\$. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

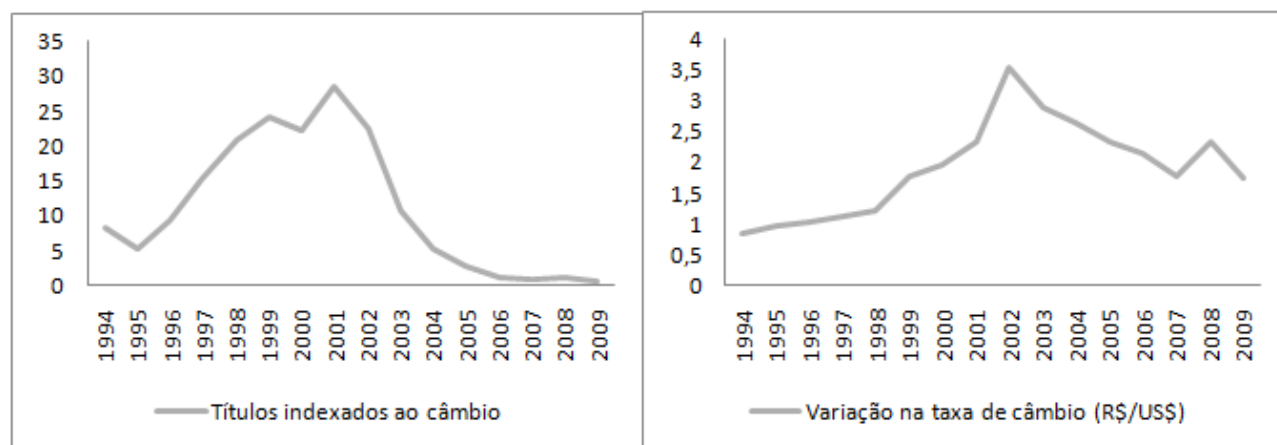


Gráfico 8: Oscilações dos títulos indexados ao câmbio (1994 – 2009) - %

FONTE: Banco Central do Brasil, 2010. Elaboração própria.

Os ajustes ocorridos em 1999, ao fomentarem dúvidas de rentabilidade aos investidores, fez com que a maior parte dos títulos emitidos fosse ainda atrelada à taxa Selic ou ao câmbio (este que passou a sofrer grande processo de desvalorização). Essa opção por segurança dos investidores acarretou em um alto custo da dívida para o governo, que passou de 31,96% do PIB em 1998 para 35,48% em 1999. Em termos absolutos, a dívida pública interna brasileira aumentou de R\$ 196 bilhões em 1998 para R\$ 311 bilhões em 1999. Em fevereiro de 1999 o Banco Central passou a emitir um novo título atrelado à variação da taxa de câmbio, denominado NBC-E (Notas do Banco Central do Brasil – Série Especial) em detrimento da paralisação de emissão de NTN-D por parte do Tesouro Nacional. A colocação de NBC-E no mercado foi considerado como uma estratégia, visto que seu prazo de maturação passou de três meses para um mês, evitando que o governo assumisse custos muito altos com a variação e a incerteza da economia a longo prazo (ALMEIDA, 2007).

Ao passo que a taxa de câmbio começava a adquirir certa estabilidade e a euforia da incerteza dos investidores apresentava uma conseqüente diminuição, a participação dos títulos cambiais na carteira de investimentos, assim como dos títulos atrelados à Selic, foi sendo reduzida, possibilitando assim um aumento da emissão de títulos prefixados.

À estabilização da taxa de câmbio soma-se a reestruturação fiscal ocorrida no Brasil em decorrência das exigências feitas pelo FMI em contrapartida aos empréstimos concedidos, como bem explica Galafassi (2006, p. 52):

A transformação do regime fiscal foi feita, inicialmente, através do Programa de Estabilização Fiscal (PEF), anunciado em outubro de 1998, com o objetivo não só de realizar um saneamento das contas públicas das diferentes esferas federais através do corte de gastos e elevação das receitas, mas principalmente de reverter a tendência de crescimento da dívida pública.[...]. Aliado ao anúncio do PEF, a chamada “Lei Camata”, aprovada em 1995, passou a vigorar a partir de 1999, onde restrições eram impostas sobre as contas públicas das esferas federais. Uma nova renegociação das dívidas estaduais foi feita, mas sob a exigência de que novos títulos não fossem emitidos descontroladamente para cobrir eventuais déficits, sendo que qualquer descumprimento às normas estabelecidas implicava em aumento da taxa de juros de refinanciamento das dívidas. Além disso, as despesas com pessoal foram limitadas em 60% das receitas correntes líquidas, sob pena de retenção dos fundos federais. A base da nova política fiscal implantada pelo PEF passava a se dar, ainda, pela fixação de metas mínimas de superávit.

A adoção de metas inflacionárias em junho de 1999 transformou-se na nova âncora pela qual o governo iria controlar a economia, em substituição da âncora cambial então abandonada.

Outro avanço de fundamental importância foi a elaboração da Lei da Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101/00) e o Plano Anual de Financiamento (PAF), ambos criados no ano de 2000. A primeira teve a incumbência de fazer transparecer as contas, o planejamento e garantir a seriedade das contas públicas brasileiras, além de impor novos controles nas contas fiscais, como a diminuição dos gastos com pessoal, metas de *superávits* primários, limitação do montante do endividamento público assumido pelas esferas públicas, identificação das fontes nos casos de despesas contínuas e limites de gastos em campanhas eleitorais.

O PAF, por sua vez, surgiu como a necessidade de se fazer um *benchmarking* para buscar soluções constantes de planejamento e transparência das contas públicas, envolvendo um contingente grande de dados, projeções, análises e melhorias de contribuição. Como bem explica o Tesouro Nacional em seu Plano Anual de Financiamento de 2010:

Como instrumento de planejamento, o PAF contribui decisivamente para a melhoria do perfil e redução dos custos e riscos de financiamento da DPF. Como ferramenta para prover transparência e previsibilidade, o PAF é um dos principais instrumentos que o Tesouro Nacional dispõe para informar à sociedade e aos agentes de mercado os rumos adotados na condução da DPF, bem como os resultados esperados com as decisões tomadas na gestão dessa dívida. (TESOURO NACIONAL, 2010, p. 08).

Em 2001 o Brasil pôde contar com seu primeiro PAF. No ano de 2004, o Relatório Anual da DPF desprende-se do PAF e passou a ser publicado como um

documento separado. Desse modo, o PAF passou a ser um documento específico para fazer publicar as estratégias, diretrizes e metas para o gerenciamento ótimo da DPF, fazendo consolidar a prestação de contas e a previsibilidade nas finanças públicas como os dois pilares fundamentais do Tesouro Nacional no que tange à administração da DPF. (TESOURO NACIONAL, 2010).

Assim, o Brasil tem no ano de 2000 um grande marco na história da gestão da DPF, com a consolidação do tripé de política econômica, formado pelo câmbio flutuante, pelo regime de metas de inflação e pela responsabilidade fiscal nas contas públicas.

Os anos de 1999 e 2000 foram prósperos para a gestão da dívida pública. Assistiu-se à diminuição de títulos atrelados à Selic e à taxa de câmbio, aumento do montante de títulos prefixados e de títulos indexados ao IGP-M, representando maior credibilidade dos investidores na economia brasileira, possibilitando, ainda, o governo aumentar o prazo da dívida pública. Segundo Pedras (2009), a partir de 1999, o prazo das LFTs ofertadas em leilão passou para dois anos, enquanto as LTNs tinham como prazo de pagamento apenas de três a seis meses. A qualidade da dívida estava apresentando avanços iniciais, porém a economia brasileira ainda estava em uma situação delicada.

No final de 2000 e início de 2001, a economia brasileira novamente viu-se desestabilizar por fatores externos. A crise provocada na Argentina e o agravamento da situação do Oriente Médio fizeram aumentar a procura por títulos brasileiros indexados à taxa de câmbio. O Banco Central aumentou a colocação de NTN-D – principal título indexado ao câmbio –, com prazos de vencimentos mais baixos, a fim de atender a demanda por *hedge* dos investidores (ALMEIDA, 2007). A oferta de NTN-D foi aumentada em cinco vezes do ano de 2000 para 2001, como pode ser visto no gráfico 8, em termos absolutos, isso equivaleu a R\$ 68 bilhões, de acordo com dados do Tesouro Nacional.

As oscilações cambiais decorrentes da crise da Argentina e agravadas pelo temor dos atentados terroristas de 11 de setembro fizeram transparecer a falta de expectativas dos investidores em títulos pós-fixados. A economia brasileira viu seu estoque de títulos indexados à Selic novamente aumentar e diminuir o prazo médio de vencimento dos títulos, acarretando em maiores custos a curto prazo da dívida pública. O gráfico 9 representa a oscilação do prazo do montante dos títulos públicos, em anos.

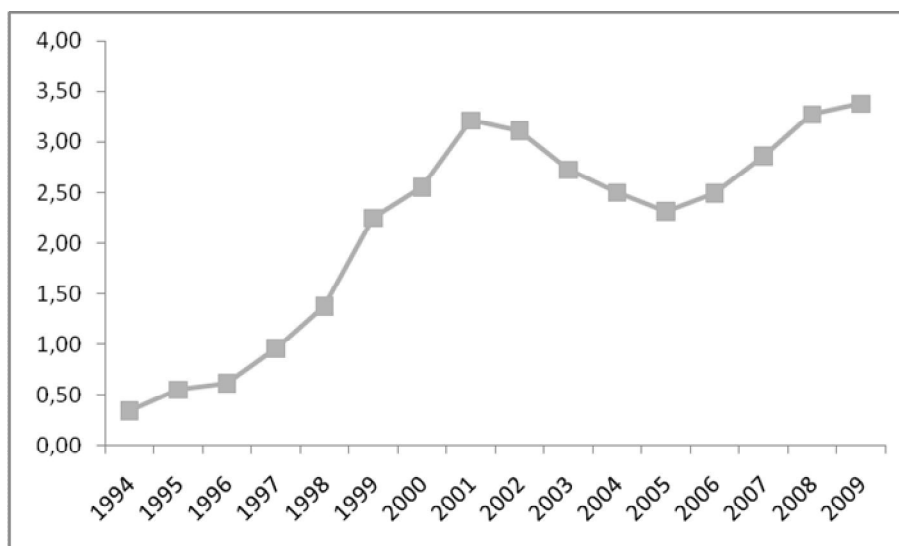


Gráfico 9: Oscilação do prazo do montante de títulos públicos (1994 - 2009) – em anos
 FONTE: Tesouro Nacional, 2010. Elaboração própria.

O prazo médio de vencimento dos papéis públicos atinge 3,21 anos no início de 2001, enfraquecendo para uma média de 3,11 anos em 2002 e diminuindo ainda mais em 2003, com uma média de 2,73 anos.

Em 2002 foi anunciado um processo de rolagem da dívida com a emissão de LFT com *swap* cambial, com o objetivo de diminuir os requerimentos de margem e os *spreads* do mercado. Aos poucos, os estoques de NTN-D e NBC-E foram substituídos por colocações de *swaps* (ALMEIDA, 2007).

Por 2002 ser um ano de eleições, era natural supor que a economia poderia ser abalada como decorrência de uma crise na confiança dos investidores e credores. Porém, a crise demonstrou uma dimensão que certamente surpreendera a todos. O temor de uma governabilidade desconhecida no comando da nação brasileira alterou o risco do país e a confiança dos investidores estrangeiros que, em busca de segurança, optaram por suspender investimentos, acarretando em uma tremenda fuga de capitais estrangeiros do país. O Brasil viu-se com uma escassez incontrolável de capital externo, não possuindo ferramentas necessárias para manter o câmbio dentro das metas previstas. Foi necessária novamente a elevação da taxa de juros para atrair investidores.

As expectativas pessimistas dos investidores com a vitória e a posse do candidato eleito Lula para comando do país não foram realizadas. Ao contrário do que poderia se esperar, as novas políticas macroeconômicas deram continuidade aos pilares deixados por Fernando Henrique Cardoso, quais são: a política fiscal contracionista,

câmbio flutuante e regime de metas e inflação, além de buscar manter o controle da estabilidade inflacionária e da dívida pública (GALAFASSI, 2006).

A partir daí notou-se uma relevante melhora nas contas públicas e na estrutura social. Apesar de o câmbio apresentar desvalorização em todo o período, a taxa de inflação manteve-se dentro das metas e houve aumento das atividades industriais do país, ocasionando maior consumo e menor índice de desemprego.

Em relação aos papéis demandados, observou-se a partir de 2003 uma queda significativa dos títulos indexados à taxa de câmbio e à Selic; em contrapartida, aumentos também significativos na emissão de títulos LTN e prefixados. Além disso, pôde-se acompanhar a concentração do vencimento dos títulos públicos em datas específicas, fazendo aumentar sua liquidez; foram implantados leilões de compra e venda de títulos prefixados pelo Tesouro Nacional, e recompra de títulos indexados à inflação, onde o investidor poderia revender os títulos no momento em que julgar conveniente. Nesse mesmo ano também foram reiniciadas as emissões de NTN-B, indexados ao IPCA, e títulos prefixados com prazo de maturação tendendo ao alongamento e pagamento periódico de juros, os chamados NTN-F (Notas do Tesouro Nacional – Série F).

Mesmo com os esforços contidos em alongar o prazo de vencimento de títulos, o prazo médio apresentou notável queda até meados de 2005, fruto de reflexos da falta de confiança dos investidores para com o governo brasileiro. A partir daí, porém, vê-se que a tendência ao alongamento dos prazos se recupera, com forte redução da fração de vencimentos da DPF concentrada no curto prazo.

Em 2006 o governo decretou isenção do Imposto de Renda sobre o ganho de capital para investidores estrangeiros, permitindo alongar mais o prazo da dívida. No âmbito internacional, o ano de 2006 foi demasiadamente importante na evolução da dívida pública:

[...] tendo em vista a redução expressiva da necessidade de financiamento externo pela redução da dívida e o forte influxo de dólares, o país deixa de necessitar das emissões externas como fonte de financiamento. [...] foram realizadas diversas operações de pré-pagamento de dívida mobiliária federal externa, que remontaram a US\$ 35,7 bilhões. Já em relação à dívida contratual, o país antecipou o pagamento da dívida remanescente com o Clube de Paris no valor de US\$ 1,7 bilhão, bem como, ainda em 2005, realizou o pré-pagamento de sua dívida com o FMI, no valor de US\$ 20,4 bilhões. (PEDRAS, 2009, p. 76).

Pode-se notar que a partir desse ano o Brasil passou a “colher os frutos” de um cenário de conjuntura favorável e conseguinte melhora na administração da dívida pública, quando a dívida externa mostra-se controlada e a dívida interna tendia a um nível adequado de qualidade, com prazos de maturação relativamente mais longos e um custo baixo para o país.

No ano de 2007, foi lançado ao mercado o primeiro título público prefixado com vencimento em dez anos, o chamado NTN-F 2017 (Notas do Tesouro Nacional – Série F – 2017). Em decorrência da crise financeira de 2008, o governo optou por adotar uma postura mais conservadora no que tange aos termos de composição da dívida pública. Dessa forma houve um grande avanço nas negociações dos títulos indexados à taxa Selic, e uma diminuição dos títulos prefixados.

Ao final de 2008 e início de 2009, o mundo deparou-se com o auge de uma crise financeira que teve como cerne o país berço do capitalismo e afetou diretamente grande parte dos países desenvolvidos e emergentes. A economia brasileira logicamente foi afetada, porém em dimensões relativamente menores quando comparado a países desenvolvidos, como os que compõem a União Européia. Juntamente com situações conjunturais favoráveis ao Brasil – como a maior diversificação da pauta de exportações para países emergentes e a descoberta do pré-sal, como exemplos – viu-se aumentos consideráveis de confiança na economia brasileira e do poder de barganha do governo. Assim, pode-se notar um alongamento do prazo médio de vencimento dos títulos e procura por títulos indexados à inflação, como o NTN-C (Notas do Tesouro Nacional – Série C) – indexado ao IPCA – seguidos pelo NTN-B e pela LFT¹¹, configurando um cenário positivo para a economia brasileira.

4.1.2 NFSP e sua relação com a Dívida Pública Federal

A Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), como já descrito anteriormente, representa o resultado fiscal do Governo, fazendo transparecer a qualidade e o desempenho da Administração Pública em determinado período, normalmente de um ano civil, sendo apurada nos três níveis do governo, quais são federal, estadual e municipal.

¹¹ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Dados disponíveis em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/infcon/demab/ma200912/index.asp>>. Acesso em 14 jun 2010.

A Lei da Responsabilidade Fiscal, de acordo com dados do Ministério do Planejamento¹², foi um marco no que tange às exigências formais de publicidade dos resultados financeiros por parte do governo, passando a ser obrigatória a divulgação dos resultados primários e nominais de cada exercício.

No Brasil, a NFSP é calculada pelo Banco Central mediante a soma da variação do estoque de saldo da dívida líquida interna do setor público, do fluxo de financiamento externo líquido e da variação da base monetária (GIAMBIAGI, 1997).

O gráfico 10 representa as oscilações da NFSP de 1994 a 2009 em termos nominais e com a desvalorização cambial.

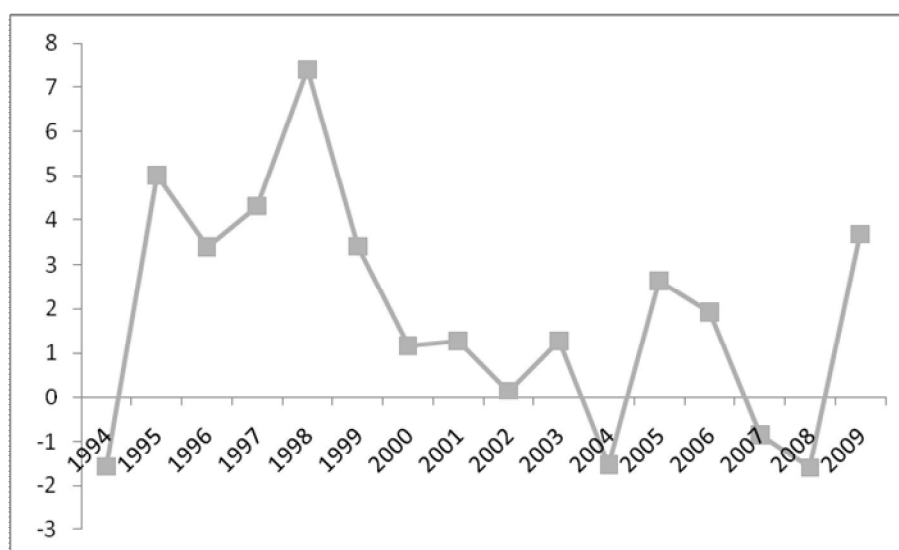


Gráfico 10: NFSP operacional (1994 - 2009) - % PIB

FONTE: Ipeadata, 2010. Elaboração própria.

É visível notar pelo gráfico 10 que não há uma tendência clara de evolução da NFSP no Brasil no período analisado e que as oscilações da NFSP seguem os acontecimentos políticos e econômicos vivenciados pelo Brasil.

O crescimento exacerbado da NFSP no ano de 1995 (NFSP média de 5% do PIB) reflete o aumento das taxas de juros reais da economia ocasionado pela necessidade de captação de recursos externos para fazer jus à âncora cambial advinda do Plano Real, época essa que o Brasil acumulou sucessivos *déficits* na Balança Comercial, como já analisado no gráfico 3, demonstrando mais uma vez que a alteração

¹² MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO. Dados disponíveis em: https://www.portalsof.planejamento.gov.br/sof/sistema_orc/Necessidades_de_financiamento_do_setor_publico.pdf. Acesso em 30 out. 2010.

da natureza da dívida externa para dívida interna impactou grandemente nas contas do governo.

Houve uma notável recuperação no ano seguinte, decorrente sobretudo da redução na taxa de juros real de 33,4% a.a. em 1995 para 16,5% a.a. em 1996, culminando em grande contenção das despesas com juros. Ainda assim, de acordo com dados do Banco Central, não houve qualquer tipo de reajuste salarial aos funcionários públicos, diminuindo relativamente os gastos com pessoal.

O aumento recorde da NFSP em meados de 1998, representando uma média de 7,4% do PIB, faz refletir outra necessidade de elevação na taxa básica de juros, agora ocasionada pela crise de confiança em países emergentes que vivia o mundo no ano supracitado e a crise cambial vivenciada pelo Brasil. Dependente da poupança externa para manter a paridade cambial requerida na época, o Brasil viu-se forçado mais uma vez a aumentar o prêmio de seus títulos para atrair capital estrangeiro e manter a taxa de câmbio fixa. Como já analisado anteriormente, a crise enfrentada tomou proporções tão grande que fez o país recorrer a empréstimos do FMI e alterar sua política cambial, passando a vigorar a partir de 1999, taxas de câmbio variáveis e não mais fixas.

Os anos que se sucedem à mudança da política cambial apresentam relativa diminuição do montante de NFSP, apresentando *superávit* operacional em 2004. Já em 2005 o Brasil viu aumentar novamente sua necessidade de financiamento. De acordo com o Relatório anual de 2005 divulgado pelo Banco Central¹³, no ano em análise, o *superávit* primário brasileiro atingiu a marca de 4,84% do PIB, sendo o valor mais representativo desde a divulgação das séries históricas da instituição, em 1991. O que explica tal deterioração das contas públicas é o elevado gasto do governo, que atingiu 22,6% do PIB, principalmente no que tange aos gastos com pessoal, encargos sociais, benefícios previdenciários e ao ainda excessivo dispêndio com pagamento de juros.

Também é visível a discrepância ocorrida em 2009, onde a NFSP média equivaliu a 3,69% do PIB. Como divulgado pelo Banco Central em seu Relatório anual de 2009¹⁴, a deterioração das contas nesse ano deveu-se ao recuo do *superávit* primário de 1,48% em relação a 2008 e ao aumento dos gastos públicos, principalmente do Governo Central. Soma-se a isso a conjuntura mundial recessiva afetada pela crise

¹³ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Dados disponíveis em: <http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2005/rel2005cap4p.pdf>. Acesso em 30 out. 2010.

¹⁴ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Dados disponíveis em: <http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2009/rel2009cap4p.pdf>. Acesso em 30 out. 2010.

econômica e as medidas temporárias de incentivos fiscais introduzidas pelo governo brasileiro com o intuito de estimular economicamente certos setores da economia.

Quando comparada a evolução da NFSP e da dívida interna líquida nos anos compreendidos entre 1994 e 2009 – ambos em % PIB –, tem-se uma correlação muito fraca, da ordem de $r^2 = 0,15$ (cálculo efetuado pelo Excel), como representa o gráfico 11:

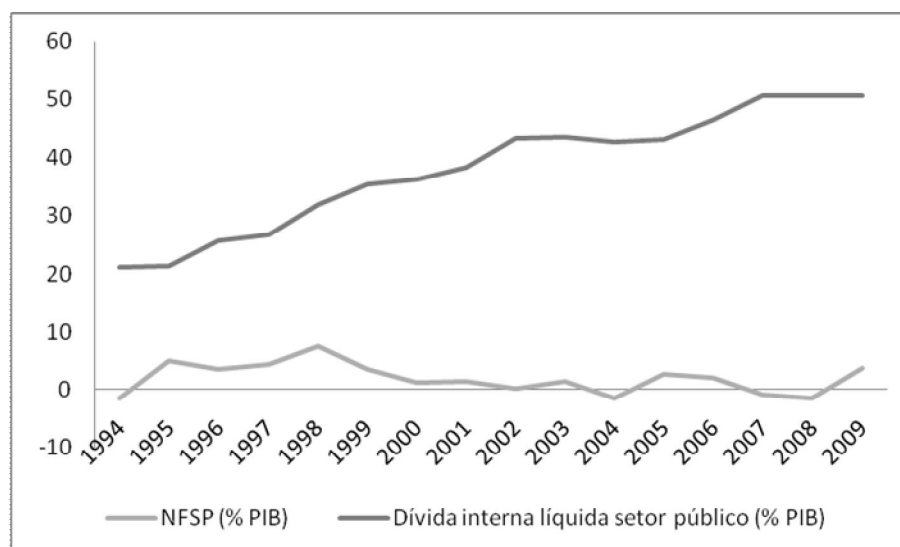


Gráfico 11: Relação NFSP e DLSP (1994 – 2009) - % PIB

FONTE: Ipeadata, 2010. Elaboração própria.

Nota-se que não há alguma relação notável entre as variáveis supracitadas. Uma possível explicação para o fato decorre da chamada “armadilha da dívida” na qual encontra-se o Brasil na maior parte de sua trajetória.

O aumento exacerbado dos juros e dos títulos pós-fixados para garantir a estabilização interna via poupança externa, como já estudado, acarretou em um ciclo vicioso tamanho que deteriorou as contas públicas de forma sanável somente no longo prazo. Por essa razão, o país mantém estoques de dívida pública muito além da sua necessidade de financiamento, e tem no pagamento de juros sua maior parcela de despesa orçamentária.

4.2 Detentores da DPMFi em mercado

Diversificar o mercado de detentores de títulos públicos é uma estratégia que tem como finalidade diminuir os riscos e oferecer equilíbrio ao mercado. Se o mercado de detentores tendesse à homogeneidade quanto a suas preferências, certamente existiria um colapso no sentido de haver procura por um pequeno grupo de títulos, com variáveis atreladas, prazos e riscos parecidos.

Assim, diversidades no que tange a tipos de títulos, prazos, indexadores e riscos favorecem a gestão da dívida por parte do lado que a oferta, visto que as chances de procura por títulos colocados no mercado são maiores. Porém, manter alta diversidade de investidores exige grande atenção e cautela no que tange à manutenção da relação e transparência das políticas adotadas.

O Brasil vem fazendo um bom trabalho no que tange a sua relação com investidores. De acordo com dados do Tesouro Nacional, uma pesquisa realizada pelo Institute of International Finance (IIF) – organização esta que reúne as principais instituições financeiras do mundo –, entre os países emergentes, o Brasil é o que possui a melhor política de transparência na divulgação de informações e a melhor relação com seus investidores. O ranking pode ser observado no gráfico 12.

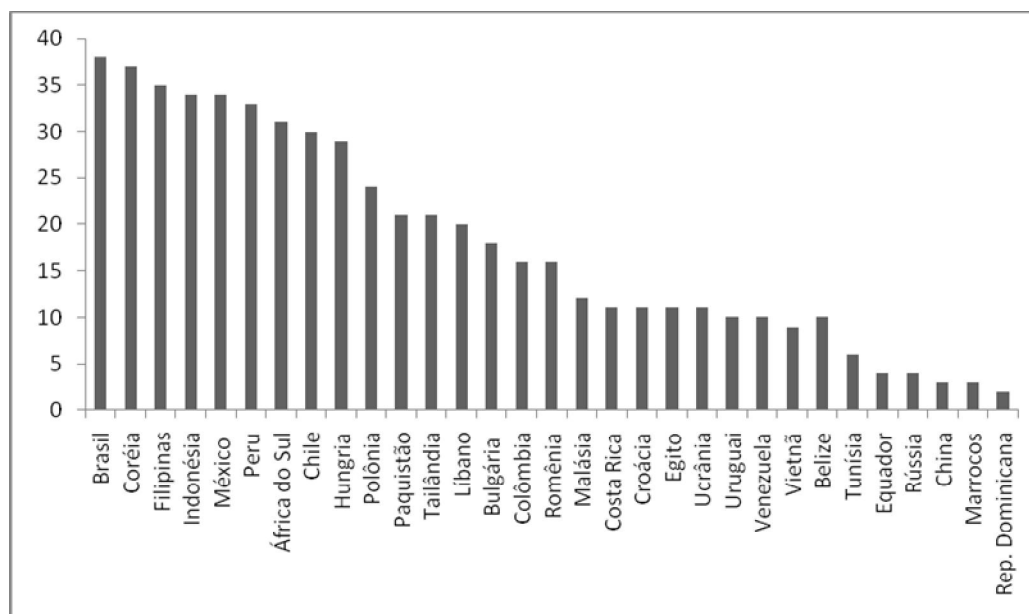


Gráfico 12: Países emergentes com melhores relações de transparência com investidores

FONTE: Tesouro Nacional *apud* IIF (2009). Elaboração própria.

Segundo dados do Tesouro Nacional, o mérito pode ser atribuído a basicamente duas ferramentas utilizadas na gestão da dívida do Brasil, quais são: a Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) do Banco Central e a Gerência de Relacionamento Institucional (Gerin) do Tesouro Nacional. A primeira busca aperfeiçoar a comunicação entre o Banco Central e o setor privado, fazendo transparecer informações a respeito das políticas econômicas, principalmente a política monetária, enquanto a segunda tem seu foco no desenvolvimento, aperfeiçoamento e manutenção do contato entre os investidores nacionais e internacionais no que tange à melhora no nível de transparência e informações sobre a gestão da Dívida Pública Federal e a política de financiamento do Tesouro Nacional. (TESOURO NACIONAL, 2009).

Além dessas ferramentas, há de serem consideradas também mudanças notáveis na gestão da dívida pública que favoreceram o cenário brasileiro no que reflete a qualidade da relação com investidores, como o publicação da Lei da Responsabilidade Fiscal no ano de 2000 (Lei Complementar nº 101/00), a divulgação mensal de Relatórios da Dívida Pública pelo Banco Central e o Plano Anual de Financiamento (PAF).

Sem dúvidas alguma, a primeira colocação do Brasil no *ranking* de relação das melhores políticas de relacionamento com investidores só vem a agregar credibilidade e confiança nas contas públicas do governo brasileiro, trazendo inúmeros benefícios que facilitam a tomada de decisões em épocas prósperas e também de baixa liquidez internacional, tendendo ao caminho da maior autonomia política e financeira para com economias externas.

O avanço da gestão da dívida pública brasileira, porém, é repassada aos poucos pelos investidores. Como consequência principalmente do grande legado carregado pelo Brasil no que tange à sua dependência externa e às turbulências econômicas vivenciadas, novas credibilidades são alcançadas concomitantemente ao surgimento de políticas econômicas favoráveis ao investidor. Por essa razão, tem-se no Brasil um fator extremamente importante no que concerne às tomadas de decisões que influenciam na qualidade de sua dívida pública, que Bittencourt (2009) denomina de “bancarização” da dívida.

Entendidos como conglomerados financeiros, os bancos, além das tesourarias, incluem corretoras, gestoras de ativos, seguradoras e administradoras de planos de previdência, dentre outras instituições, e, desse

ponto de vista, pode-se dizer que estão por trás das decisões de investimento de uma parcela muito maior da dívida. [...] Somando-se a esse percentual a participação dos fundos de investimento (FI), também historicamente elevada, em que os gestores de ativos de bancos respondem pela principal parcela, fica claro que, ainda hoje, os conglomerados financeiros detêm uma posição estratégica nas decisões sobre demanda por títulos públicos. (BITENCOURT, 2009, p. 384).

Assim, é possível afirmar que os bancos comerciais representaram um papel importante quando da financeirização da dívida pública, tanto no que concerne ao montante de investimentos quanto aos contratos e prazos.

No gráfico 13 pode-se analisar os diferentes detentores da DPMFi entre os anos de 1999 e 2009. Os dados advêm do Relatório Mensal da Dívida Pública Federal, divulgado pelo Tesouro Nacional, referentes ao mês de dezembro de cada período.

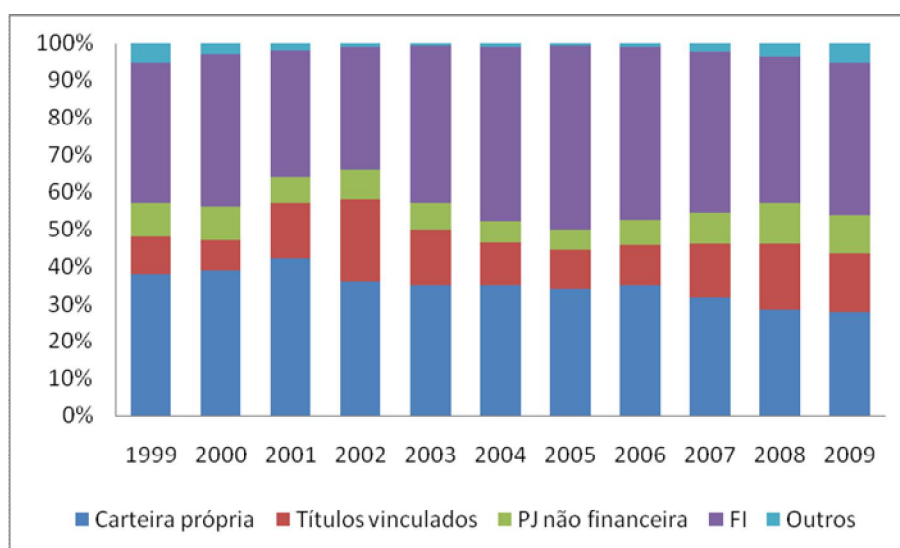


Gráfico 13: Detentores dos títulos da DPMFi (1999 - 2009) - %

FONTE: Tesouro Nacional, 2010. Elaboração própria.

Importante ressaltar que os dados divulgados pelo Tesouro Nacional em seu Relatório equivalem não à Dívida Pública Federal, e sim à Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), e dizem respeito aos detentores relativos ao registro de custódia dos títulos, e não necessariamente ao seu detentor final, visto que os títulos podem ser livremente negociados. No presente trabalho será suficiente a análise dos detentores que se beneficiam da compra dos títulos federais em oferta pública.

Como pode ser observado pelo gráfico 13, não houve notáveis alterações no que se refere ao montante de detentores, sendo facilmente perceptível a dominância de títulos em carteira própria e em fundos de investimentos em todo o período analisado.

Quando analisa-se a composição do grupo referente à carteira própria, é possível comprovar a “bancarização” da dívida, visto o notável montante de títulos detidos por instituições bancárias, como mostra o gráfico 14.

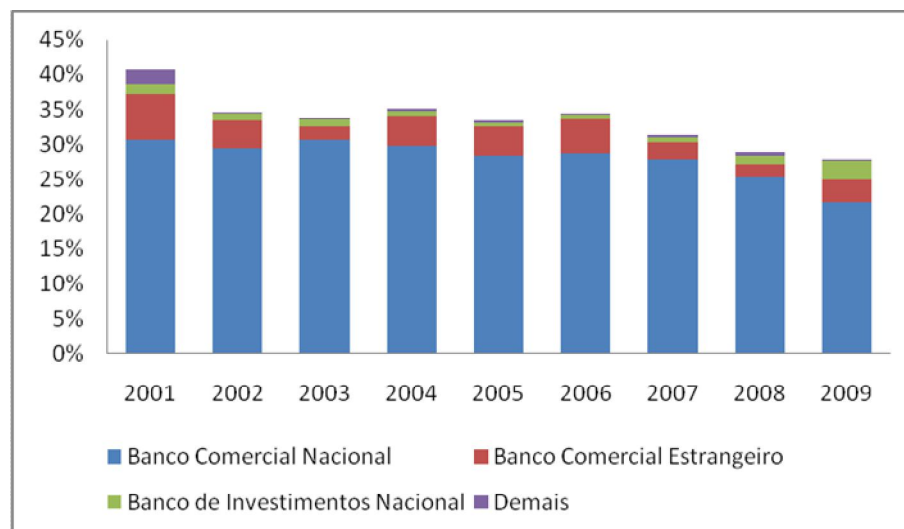


Gráfico 14: Relação dos grupos detentores de títulos em carteira própria (2001 – 2009) - %
 FONTE: Tesouro Nacional, 2010. Elaboração própria.

Percebe-se pelo gráfico 14 o papel fundamental que os Bancos Comerciais nacionais exercem no tocante à composição da DPMFi em todo o período de análise, sendo responsáveis por uma demanda média de 28% do total dos títulos ofertados publicamente, representando cerca de 81% dos títulos públicos registrados em carteira própria. Em termos absolutos, esse valor se aproxima dos R\$ 300 bilhões.

Pode-se assim considerar que os Bancos Comerciais nacionais foram um dos principais responsáveis pela alteração da natureza da dívida pública, representando a maior parte dos agentes beneficiados – e exigentes – de alterações no que concerne à qualidade da gestão e de tomada de decisões de políticas públicas que de algum modo influenciam diretamente ou indiretamente seus interesses econômicos. Desse modo, o governo perde em partes seu poder de barganha e autonomia para decisões políticas, como defende Bueno (2007, p. 01):

Qualquer perspectiva de mudança na ordem política brasileira implicará no enfrentamento direto dos interesses desta fração da burguesia local, e mudanças de prazo, remuneração e garantia de pagamento da dívida pública se colocam como itens obrigatórios neste enfrentamento político.

Dentre essas perspectivas de mudanças, enquadram-se as almejadas pelo governo com o intuito de melhorar a qualidade da dívida pública no que tange a seu prazo e indexadores, enfrentando barreiras de interesses econômicos e políticos para serem realizadas.

No que concerne à participação dos Bancos Comerciais estrangeiros no montante de títulos em carteira própria, tem-se uma fatia relativamente singela quando comparado à participação dos nacionais, porém notável quando analisada no todo. Como demonstrado no gráfico 14, mesmo sendo o segundo maior detentor de títulos públicos em carteira própria, os Bancos Comerciais estrangeiros estão longe de alcançar os nacionais, representando uma média de detenção de 4% do total dos títulos da dívida ofertados publicamente, significando mais de 10% do total dos títulos em carteira própria, o que equivale a mais de R\$ 33 bilhões.

Segundo divulgação da Andima (2007), a maior parcela de capital estrangeiro em investimentos no Brasil encontra-se sob a forma de ações, em decorrência, sobretudo, de vantagens tributárias no mercado acionário em detrimento do mercado de renda fixa. Este cenário, contudo, vem mudando. A participação de investidores estrangeiros em títulos de renda fixa¹⁵ vem demonstrando considerável aumento em relação ao mercado de ações, principalmente com a isenção de Imposto de Renda em certos ganhos para investidores não residentes em fevereiro de 2006. Os impactos e os benefícios que este novo cenário agrega ao Brasil serão analisados na próxima seção deste trabalho.

Um aumento notável deve-se à participação dos Bancos de Investimento nacional na carteira própria de investimentos. Sua parcela demonstrou significativo aumento em 2009, passando a representar 3% do total de emissões pública de títulos – R\$ 26 bilhões –, igualando-se à parcela demandada pelos Bancos Comerciais estrangeiros nesse ano. Porém, a participação relativa dos Bancos de Investimentos nacionais não representava, até o ano de 2008, uma parcela muito significativa, obtendo uma média de participação de 1% ao ano.

Assim, em decorrência da análise efetuada, pode-se considerar que o crescimento da dívida pública federal brasileira e a mudança de seu perfil ocorreram em favor do Sistema Bancário nacional, detentor da maior parte dos títulos em carteira

¹⁵ Em 2005, o montante de ações na composição da carteira de investidores estrangeiros representou 91%, enquanto os investimentos em renda fixa foi o responsável por somente 7% do total de investimentos. Em 2007 percebe-se uma melhora no cenário, visto que os investimentos em renda fixa passaram a representar 21% do total da carteira de investimentos estrangeiros, contra 77% de ações.

própria da dívida pública. É imprescindível, porém, considerar o peso da carteira de Fundos de Investimentos no montante da demanda por títulos públicos.

Juntamente com os Bancos Comerciais nacionais, os Fundos de Investimentos apresentaram maior participação na aquisição e transferência de recursos da dívida pública, como mostra o gráfico 13. No período compreendido entre 1999 e 2009, os Fundos de Investimentos foram responsáveis por uma média de 41,39% do total de aquisições dos títulos públicos ofertados, totalizando quase R\$ 400 bilhões.

Apesar de os Fundos de Investimentos apresentarem um montante agregado de títulos quantitativamente maior em detrimento ao montante de carteira própria, aquele grupo apresenta uma concentração menor em relação a este. De acordo com dados do Tesouro Nacional (2009), compõem os Fundos de Investimentos as Pessoas Físicas residentes e não-residentes, Pessoas Jurídicas não financeiras, Bancos Comerciais nacionais, Corretoras-Distribuidoras nacionais, Previdência Complementar, Seguradoras e Sociedades de Capitalização.

O grupo que detém a maior parcela dos títulos públicos dentro dos Fundos de Investimento é a Previdência Complementar, responsável por uma média de 10,5% do total de títulos emitidos e 25% dos títulos detidos pelos Fundos de Investimentos, o que representa cerca de R\$ 94 bilhões. Em seguida tem-se o grupo de Pessoas Jurídicas não financeiras, com uma média de 9,1% do período, que equivale a mais de R\$ 80 bilhões.

Um crescente progresso é visível no que tange à participação da conta de Pessoas Físicas no total de títulos da dívida pública. De acordo com Bueno (2007), a participação desse grupo ainda é incipiente em número de participantes, mas tem grande potencial de ampliação, em decorrência principalmente de seus baixos custos. A venda de títulos da dívida para Pessoa Jurídica iniciou-se em 2002, quando da implantação do programa do Tesouro Direto, uma parceria do Tesouro Nacional com a Câmara Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC). A média da participação desse grupo no período analisado é de 7,7% das emissões totais de títulos, o que equivale a R\$ 70 bilhões.

A análise dos grupos de investidores que formam os Fundos de Investimentos permite confirmar a tese de que, apesar de os investimentos de Previdência Complementar serem dominantes, este grupo é pouco concentrado quando comparado aos investimentos de carteira própria, sendo possível admitir que os Bancos Comerciais nacionais são os maiores responsáveis pela ampliação da dívida pública brasileira.

Analisando-se ainda o gráfico 13, tem-se uma parcela considerável de Títulos Vinculados e títulos públicos captados por Pessoa Jurídica não financeira. Os primeiros são títulos e valores mobiliários entregues como garantia em negociações futuras, de opções ou a termo realizadas no mercado da Bolsa de Valores ou Mercantis e de Futuro (BITTENCOURT, 2009). Pode-se notar pelo gráfico 13 que estes títulos apresentaram maior incidência no ano de 2002, facultando afirmar que sob influência da crise cambial enfrentada pelo Brasil no referido ano, pois as indecisões causaram necessidades de opções por investimentos futuros.

Em relação ao grupo de Pessoas Jurídicas não financeiras, cabe citar as palavras de Bittencourt (2009, p. 385),

Outro segmento importante, cuja participação na dívida veio a crescer apenas mais recentemente, são as pessoas jurídicas não financeiras (PJNF). Na sua grande maioria, nesta categoria estão títulos públicos em carteiras administradas por fundos de pensão, seguradoras e empresas comerciais ou industriais. Vale destacar que uma parte importante do seu crescimento, de 5,3% em fevereiro de 2006 para 10,6% em dezembro de 2008, decorreu do advento da Conta Investimento, que permitiu a essas instituições, constituindo uma carteira em seu próprio nome, serem isentas de CPMF, o que antes elas só obtinham em fundos exclusivos.

Assim, Pessoas Jurídicas não financeiras mostra-se como um grupo promissor no que tange ao aumento dos investimentos em títulos públicos, grande parte em decorrência da isenção de impostos e autonomia de decisões quando não estão atreladas a Fundos de Investimentos.

Por fim, na categoria “outros”, de acordo com dados do Tesouro Nacional, estão incluídos Patrimônios, Câmaras e Clientes, como Pessoa Física (referente a títulos adquiridos no mercado secundário e por intermédio do Programa Tesouro Direto) e por Pessoa Jurídica financeira (representado instituições financeiras sem conta individualizada no Sistema Especial de Liquidação e Custódia).

5. NATUREZA DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA ATUAL

O presente capítulo tem como escopo demonstrar as principais características da natureza da DPFi nos dias atuais, ressaltando a otimização de sua qualidade e o poder de barganha do governo brasileiro para com suas próprias contas públicas. Além disso, serão apresentadas tendências de melhoria da gestão da dívida pública, com base em obras oficiais já publicadas.

Nesta seção será utilizado como principal bibliografia o Plano Anual de Financiamento (PAF) 2010 elaborado pelo Tesouro Nacional. A escolha deu-se em consequência da referida publicação conter as metas e projeções para a dívida pública de 2010, além de ser conceituada como a fonte de informações mais segura no que tange à gestão da dívida e das contas públicas.

5.1 Perfil da Dívida Pública Federal em 2010

Os anos que precedem a crise financeira que se deflagrou ao final de 2008 demonstram um cenário incerto e dependente de políticas econômicas não muito tradicionais, como subsídios, isenções de taxas e anistias. Provém desses tipos de políticas econômicas a diminuição de arrecadação por parte do governo e consequente necessidade de aumento de gastos, acarretando em maiores obrigações de empréstimos por parte do Estado.

Desse modo, de acordo com projeções do Tesouro Nacional em seu Plano Anual de Financiamento 2010 (PAF), o referido ano deverá apresentar um aumento de cerca de 15% do montante da DPF brasileira em relação a 2009, como mostra o gráfico 15.

Por tratar-se de projeções, visto que a divulgação do PAF ocorre no início do ano a que este se refere, é necessário especificar bandas de valores a serem alcançados. No caso de 2010, o Tesouro Nacional estipulou que o ano se concluiria com uma DPF entre R\$ 1,6 trilhão e R\$ 1,73 trilhão. Cabe ressaltar que o ano de 2009 se encerrou com uma DPF de R\$ 1,49 trilhão dentro da previsão de R\$ 1,45 trilhão e R\$ 1,6 trilhão estipulados pelo Tesouro Nacional.

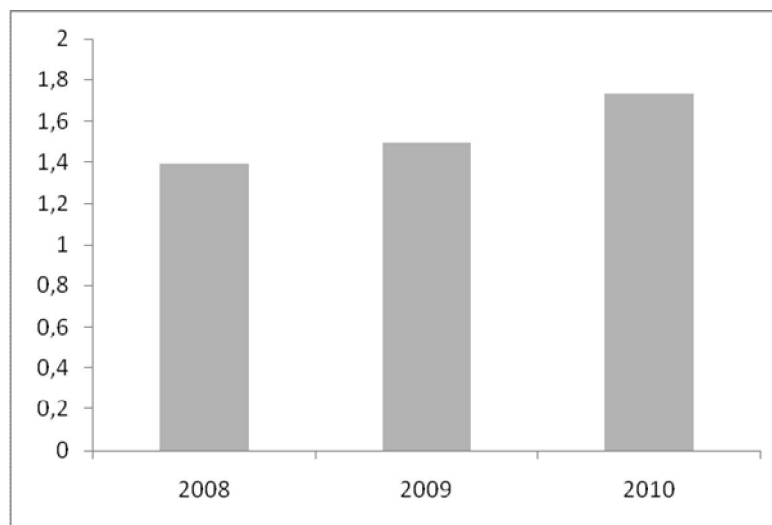


Gráfico 15: Evolução DPF 2008 - 2010 – (R\$ trilhões)

FONTE: Tesouro Nacional, 2010. Elaboração própria.

Dentre o total estimado de estoque da DPF, o montante de recursos em poder do público com vencimento projetado para 2010 equivale a R\$ 372,3 bilhões, ou seja, cerca de 35% do total da DPF estará vincendo no ano de 2010, um valor relativamente grande quando se tem como uma das principais metas o alongamento do prazo de vencimento da dívida.

Dos R\$ 372,3 bilhões a serem despendidos com pagamentos decorrentes do vencimento de títulos públicos em 2010, R\$ 86,7 bilhões correspondem somente ao pagamento dos juros da dívida – fatia de 23% do total –, podendo-se deduzir que o Brasil ainda usufrui de grandes responsabilidades e encargos decorrentes do alto custo de sua dívida pública. É possível visualizar essa realidade na segunda figura do gráfico 16.

Na primeira figura do gráfico 16 também é possível notar, como era de se esperar, que o maior montante de pagamentos com títulos públicos vincendo decorre de encargos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), representando nada menos que 97% do total¹⁶, dos quais mais de 45% são referentes ao pagamento de títulos prefixados, seguidos dos títulos indexados à Selic, responsáveis por 37%. Como consequência da financeirização da dívida ocorrida principalmente graças ao Plano Real em 1994, a Dívida Pública Federal externa (DPFe) passou a representar uma fatia

¹⁶ Tratando-se do montante de R\$ 359,7 bilhões gastos com pagamento de títulos públicos vincendo em 2010 relativos a DPMFi, R\$ 79,7 bilhões são relativos ao pagamento dos juros (22%), sendo o pagamento do montante da dívida interna equivalente a R\$ 280,0 bilhões.

mínima da dívida pública total, como já estudado, o que certamente faz despendar menos encargos.

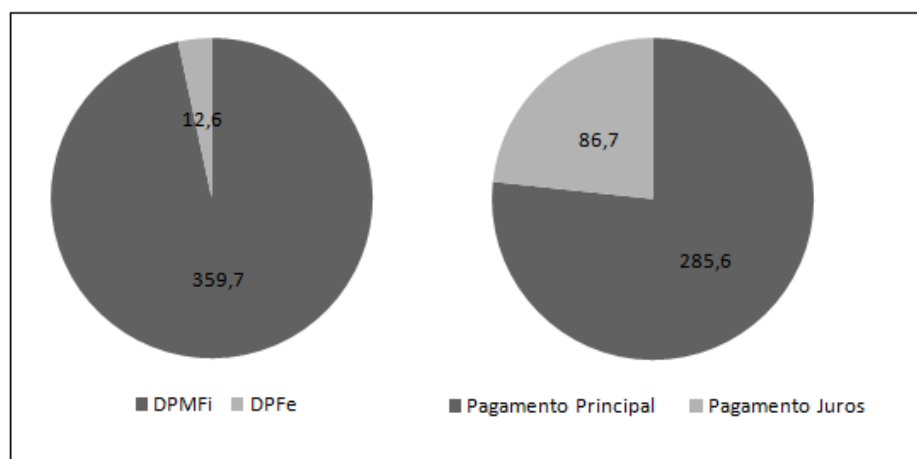


Gráfico 16: Dispendios com títulos vencidos em 2010 – (R\$ bilhões)

FONTE: Tesouro Nacional, 2010. Elaboração Própria.

O montante gasto com pagamento de juros em 2010 apresentou uma elevação em relação ao montante pago com juros em 2009 da ordem de 10%. O ano de 2008, porém, apresentou um dispendio ainda maior, chegando a valores brutos de R\$ 103,9 bilhões, como mostra o gráfico 17. O grande volume de recursos gastos com juros em 2008 pode ser atribuído à crise do *subprime* que abalou todo o mundo. A necessidade de reter capital estrangeiro no país e manter alto o nível de confiança dos investidores fez o governo aumentar o volume de títulos indexados à taxa Selic¹⁷, acarretando em aumentos proporcionais no custo da dívida.

Em 2009 o cenário foi outro. Com o intuito de manter alto o nível de liquidez na economia para evitar possíveis recessões econômicas, houve uma queda gradual na taxa de juros efetivas de mercado, alcançando seu menor índice no mês de novembro, qual foi 0,66% a.m. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

O início do ano de 2010 manteve relativas baixas taxas efetivas de juros, acusando ligeiros e variáveis aumentos a partir de maio deste ano. Esses aumentos tendem a diminuir o grau de liquidez na economia, visto que os efeitos da crise econômica mostram-se ultrapassados e a recuperação das economias avançadas e

¹⁷ Em agosto de 2008 o Tesouro Nacional precisou rever seu respectivo PAF e as metas elaboradas no início do ano. Em decorrência da inesperada crise financeira, foram diminuídos o montante de títulos em estoque e as metas para emissão de títulos prefixados. Em contrapartida, o volume de títulos indexados à Selic apresentou notável elevação de seu limite. Para mais informações consultar o PAF 2008 – Revisão. Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/PAF_Proposta_Divulgacao270808.pdf.

emergentes mostra-se acelerada. Por essa razão, as projeções para o ano de 2010 aspiram a um aumento relativo dos gastos com pagamento de juros. Apesar de o volume de títulos indexados à taxa Selic apresentar ligeira queda quando comparado com os anos anteriores, ainda apresenta um grande peso no que tange às decisões e políticas monetárias do governo, visto que alterações na taxa básica de juros para atender necessidades econômicas representam impactos monetários de grandes proporções, resultando em alto grau de risco e grande volatilidade de custos.

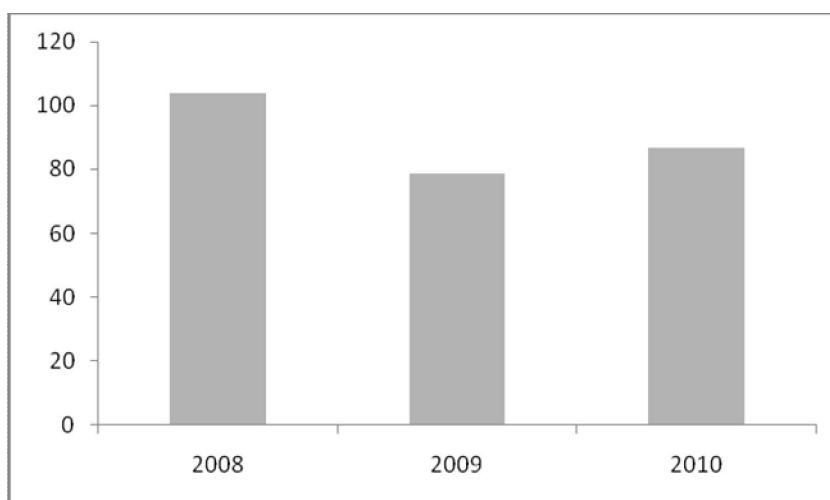


Gráfico 17: Gasto total com pagamento de juros da dívida 2008 - 2010 (R\$ bilhões)

FONTE: Tesouro Nacional, 2010. Elaboração própria.

Percebem-se os esforços por parte do governo para melhorar o perfil da dívida quando são analisadas as projeções das metas de composição da dívida para 2010. Diferentemente de 2009, que apresentou maior parte de seus títulos atrelados à Selic (33,4% do total), 2010 tem como meta a elevação dos títulos prefixados, além da elevação dos títulos atrelados à índices de preços, como pode ser comprovado no gráfico 18.

O gráfico 18 relaciona a composição de emissão de títulos realizada em 2009 com as metas mínimas e máximas para o ano de 2010. É notável uma preocupação por parte do governo em aumentar o montante de títulos prefixados e atrelados a índices de preço em detrimento dos títulos atrelados à Selic e à variação cambial, visto que o perfil diferenciado de títulos representa maior equilíbrio quanto aos riscos e custos da dívida pública. Os papéis fixados a índices de preço representam uma boa saída para países que querem se livrar da armadilha de manter estoques de títulos indexados a taxas básicas de juros, mas que em contrapartida, não têm credibilidade suficiente para

manter alto o estoque de títulos prefixados ou com prazos de maturidade mais longos, como o Brasil. Já os títulos prefixados, que são mais negociados em países com alta credibilidade financeira, tornam benéficas políticas monetárias expansionistas, visto que aumentos na taxa básica de juros fazem diminuir o valor presente da riqueza de seus detentores.

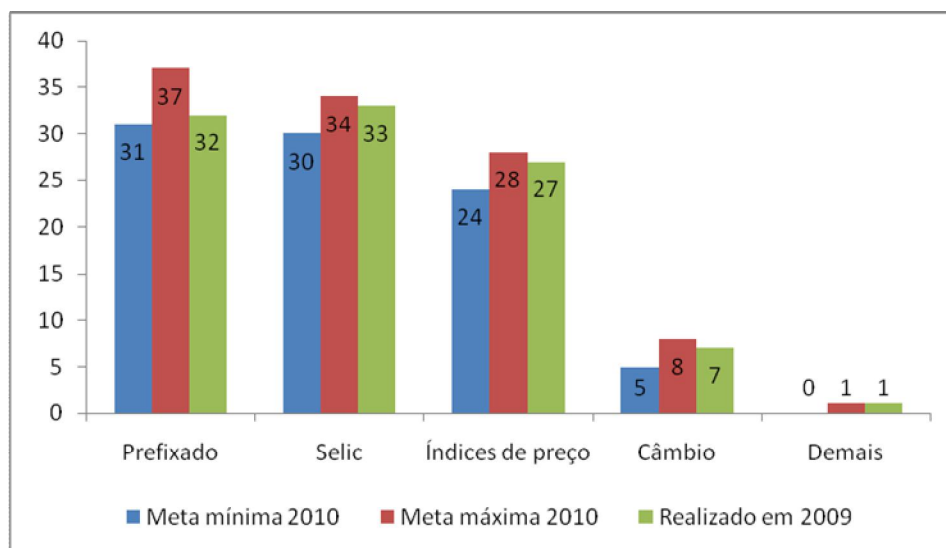


Gráfico 18: Metas de composição da DPFi para 2010 - (%)

FONTE: Tesouro Nacional, 2010. Elaboração própria.

Segundo consta no PAF 2010 do Tesouro Nacional, tem-se dado preferência em reservar os títulos indexados à variação cambial ao financiamento da dívida externa, com metas baixas de variação no que tange a seu montante (dificilmente superior a 10% do total). O argumento a favor dessa política defende que, apesar de a dívida externa representar um custo médio menor para o país, seu risco é maior e

[...] uma pequena participação dessa dívida na estratégia de longo prazo não significa exposição excessiva a riscos, levando-se em consideração que as reservas internacionais fornecem proteção a esse tipo de dívida. Além disso, os bônus soberanos são importantes para o desenvolvimento da estrutura a termo das taxas de juros brasileira no mercado internacional. (TESOURO NACIONAL, 2010, p. 12).

Portanto, no que tange à composição dos títulos públicos, pode-se assegurar que a gestão da dívida caminha para uma visível melhora. O aumento substancial dos títulos atrelados a índices de preços permite maior projeção e menores incertezas no que concerne ao pagamento dos juros da dívida pública, visto que a variação de índices de preços está altamente correlacionada com a evolução do PIB, além de sinalizar pouca

volatilidade da dívida quando da necessidade de utilização de políticas monetárias. Os títulos prefixados, por sua vez, garantem maior previsibilidade em relação aos custos do financiamento da dívida pública.

Tratando-se do prazo médio de vencimentos dos títulos, não há notável evolução ou retrocesso para 2010, permanecendo estável quanto aos dois anos anteriores, na média de 3,5 anos. A projeção para 2010 é manter o prazo de vencimento no intervalo entre 3,4 e 3,7 anos. Importante ressaltar que, de acordo com o Tesouro Nacional, essas metas foram projetadas baseadas em cenários econômicos desfavoráveis para o Brasil, o que torna crível a possível realização de prazos maiores ao final do período.

É certo afirmar que manter o vencimento dos títulos a médio prazo não é o ideal para uma gestão ótima da dívida pública, porém pode ser considerado um nível bom quando subte-se que a meta para 2010 é elevar o nível de títulos prefixados, que apresentam por sua natureza prazos médios de vencimento inferior aos demais títulos.

A situação muda quando se analisa o total de títulos vencendo em 12 meses, ou seja, a curto prazo. Apresentando em 2010, tendência de alta em relação aos dois anos anteriores, como demonstra o gráfico 19.

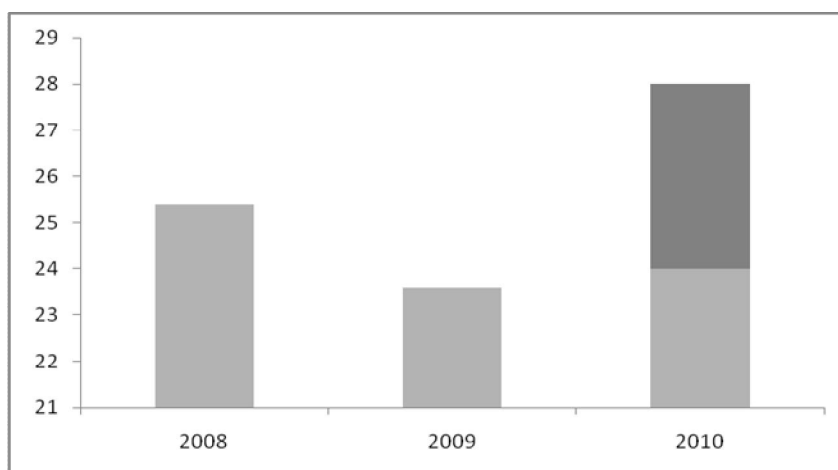


Gráfico 19: Títulos vencendo em 12 meses 2008 - 2010 (%)

FONTE: Tesouro Nacional, 2010. Elaboração própria.

A variação prevista para 2010 é que entre 24% e 28% dos títulos vençam em 12 meses, ou seja, em 2011. É notável a relativa diferença do montante de títulos que apresentaram vencimento a curto prazo em 2009, que segundo o Tesouro Nacional, apresentou valor abaixo da expectativa anteriormente projetada. Para 2009, os títulos vencendo em 12 meses representaram 23,6% do total, ante uma projeção de no mínimo 25% do Tesouro Nacional.

A explicação atribuída por especialistas é que, embora 2009 tenha apresentado uma evolução bastante benéfica no que tange à gestão de prazos da dívida, esse valor é considerado atípico e decorre de um cenário econômico previamente articulado pelo governo. Segundo o Tesouro Nacional, a esse fenômeno atribui-se o nome de “efeito calendário”, pois depende de acontecimentos sazonais previstos em épocas de abalos políticos e econômicos, como o ocorrido em 2009 com a previsão das eleições em 2010.

Sendo um ano eleitoral, a estratégia do governo foi de concentrar menor quantidade de títulos com vencimento em 2010 para minimizar os possíveis impactos que uma mudança na direção da política do país poderia provocar, afetando desse modo a estrutura de refinanciamento da dívida.

Assim, fazendo-se um paralelo entre dados apresentados, deduz-se que do montante de títulos com vencimento em 2010 (R\$ 372,3 bilhões), 23,6%, ou seja, R\$ 87,86 bilhões são advindos de compromissos de curto prazo realizados em 2009. Tratando-se de um ano atípico, visto que o montante de títulos vencendo em 12 meses tende a ser maior que o realizado em 2009, pode-se considerar que o Brasil ainda tem muito a evoluir no que tange à aquisição de compromissos no curto prazo.

Os efeitos decorrentes da estratégia do governo em priorizar a emissão de títulos com vencimentos em anos diversos que não em 2010, fez aumentar o acumulado de títulos com vencimento em 2011. Aí a explicação para o aumento do agregado de títulos vencendo a curto prazo em 2010. Segundo o Tesouro Nacional (2010, p. 24), “dentro da busca pela suavização dos vencimentos, não se verifica concentração elevada em 2012, o que confirma a expectativa de que o percentual vencendo em 12 meses da DPF deverá retornar à sua trajetória de redução ao longo do ano de 2011”.

Desse modo, o governo vem trabalhando para prolongar o prazo de maturação dos títulos públicos, fazendo crível um cenário evolutivo a partir de 2010. É de extrema importância o fato de considerar que os dados relativos a 2010 referem-se somente a projeções, não sendo possível concluir se variações no cenário econômico irão realmente afetar para mais ou para menos os números previstos.

Ainda há de se considerar que o prazo de maturação dos títulos não depende apenas dos prazos de emissão, mas, sobretudo, do tipo e do montante de títulos que compõe a carteira de emissão. Participação maior de títulos públicos com rentabilidade prefixada no cronograma de emissões do Tesouro Nacional faz, por um lado, diminuir gradualmente os riscos da dívida para o setor público, mas por outros, faz também

diminuir o prazo médio de vencimento, visto que os títulos prefixados apresentam prazos de maturação menores que os demais títulos negociados.

Títulos públicos com prazos de vencimento mais longos, quais são os indexados a índices de preços, não apresentam evolução necessária em seu montante para compensar a diminuição ponderada do vencimento causado pelos títulos prefixados, visto que em 2010 a participação de títulos indexados a índices de preço tem previsão de apenas 24% a 28% do total, frente a um mínimo de 31% de prefixados.

O Tesouro Nacional também destaca que, além dos esforços para diminuição dos títulos com vencimento em 12 meses, há forte concentração para redução de títulos com maturação também no médio prazo, entre 1 e 3 anos, acarretando em uma drástica diminuição das perspectivas de riscos e custos do refinanciamento da dívida, caminhando para uma visível melhora de sua gestão.

Assim, analisando-se os dados apresentados é possível deduzir que a gestão da dívida tem apresentado notável melhoria no que tange a seu planejamento, poder de decisão e barganha por parte do governo. Os títulos indexados à taxa básica de juros que no limiar da trajetória da dívida pública foram os grandes responsáveis por sua expansão, já não apresentam nos dias atuais tanta estima. A gradativa troca de títulos mais onerosos para o Estado, como os indexados à Selic, por títulos prefixados, que garantem maior previsibilidade e menor custo para o setor público, tem demonstrado o desenvolvimento e a maturidade dos gestores no trato para com as contas públicas.

O gráfico 20 – desenvolvido pelo Tesouro Nacional – traduz a evolução do poder de barganha e do planejamento ao demonstrar que os títulos mais arriscados para o setor público têm regredido sua participação na carteira de emissões, transparecendo a fixação da confiança dos investidores nacionais e estrangeiros no futuro da política do Brasil.

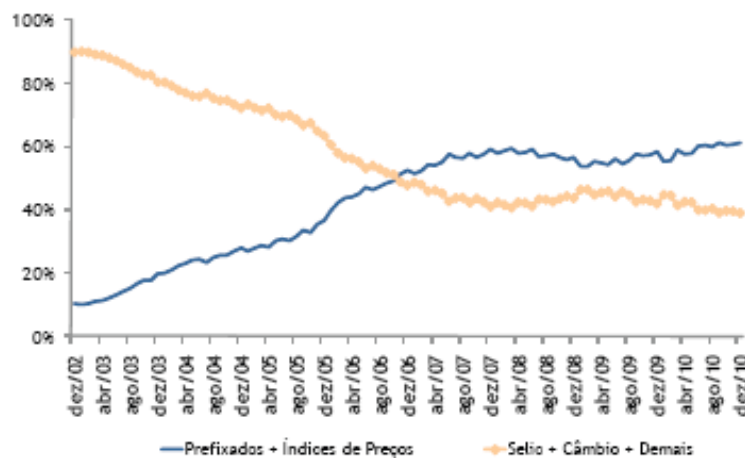


Gráfico 20: Composição da DPF 2002 – 2010

FONTE: Tesouro Nacional. 2010. Dados secundários.

Apesar de ter apresentado visíveis evoluções nos últimos anos, a gestão ótima da dívida pública não está alcançada. Ainda há muito a ser planejado e realizado. Por essa razão, a próxima seção tem por finalidade apresentar opções de melhorias na administração e composição da dívida pública, buscando a otimização de seu gerenciamento.

5.2 Gerenciamento ótimo da dívida pública

É consenso afirmar, assim como já foi demonstrado nesse trabalho, que em toda sua trajetória, a dívida pública brasileira foi dependente da confiança e do humor de investidores estrangeiros. Como consequência, sobretudo da crise de credibilidade que corroía o Brasil em meados da década de 90, o governo foi obrigado a oferecer altos prêmios de risco em troca da manutenção do capital necessário para manter uma poupança externa tal que permitisse equilibrar o câmbio e as contas públicas.

Os resultados da globalização econômica a que o Brasil foi forçado a atuar são sentidos até os dias atuais e representam um grande peso para as políticas monetárias nacionais, a exemplo das elevadas taxas de juros.

O pagamento de juros no Brasil caracteriza um montante extremamente alto para o nível das contas públicas, visto que o Brasil possui uma das maiores taxas de juros do mundo. Além de representar um freio para o crescimento do país, a persistência do elevado custo de capital e conseqüentemente de elevado custo da dívida pública “são

particularmente nocivos numa economia caracterizada pela má distribuição de renda e por carências infraestruturais” (LOYOLA, 2009, p. 196).

Assim, o primeiro passo na busca de um gerenciamento ótimo da dívida pública consiste na tentativa de diminuição do custo da referida dívida. Porém, esse passo mostra-se mais complexo e burocrático que possa parecer, tendendo a ser atingido somente no longo prazo. Diminuir o risco da dívida através da queda de juros pode ocasionar outros riscos, ainda piores, para o país, como a afetação das expectativas de riqueza dos agentes econômicos, colocando em alerta a credibilidade do Banco Central e do próprio país. Por essa razão, esse tipo de mudança necessita ser feita aos poucos, de forma gradual e sintética para não colocar à prova os resultados positivos já alcançados.

Outro ponto a ser considerado é a questão da maturidade da dívida. Mesmo apresentando qualitativas melhoras desde a implantação do Plano Real, o prazo de vencimento dos títulos brasileiros ainda é baixo para os padrões internacionais. O peso maior para o Brasil ainda é a grande quantidade de títulos vencendo no curto prazo, como analisado na seção 4.1, culminando em grandes riscos de rolagem da dívida por meio da necessidade de novos empréstimos e do aumento do estoque da dívida mobiliária, acarretando em mais uma etapa do ciclo vicioso econômico brasileiro. Além disso, de acordo com divulgações da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA, 2005), países com prazo de endividamento mais curto têm maior probabilidade de enfrentar crises cambiais e de dívida, ou seja, estão mais aptos a não resistirem a variações do mercado.

Como as políticas econômicas brasileiras dependem mais das expectativas dos agentes investidores que das necessidades e vontades do próprio país, uma saída para mudar o perfil da dívida é procurar investidores que já apresentem culturalmente o perfil esperado. Por essa razão, seria relevante propor maior venda de títulos da dívida pública para investidores estrangeiros, visto estes serem mais propensos a adquirir investimentos de longo prazo. Entende-se que investidores estrangeiros têm esse perfil por serem mais habituados a operarem financeiramente em mercados bastante líquidos e com prazos de vencimento mais longos.

Citando parte do argumento da Andima tem-se que

Por motivos históricos, os investidores nacionais apresentam elevada preferência por liquidez e estão habituados ao “vício” dos títulos curtos e pós-fixados. Aceitando-se esta tese de “formação de hábito” [...], o incentivo à maior participação de estrangeiros nos mercados de dívida seria componente importante na frente de esforços visando alongar o passivo do

setor público. Os efeitos são dois: o direto, ao alterar a preferência média de mix de compradores; e o indireto, ao exercer alguma influência – gerando, portanto, externalidade positiva – sobre a formação de hábito dos agentes domésticos. (ANDIMA, 2005, p. 22-23).

Assim, a criação de cenários positivos para a entrada de capital estrangeiro no país traria benefícios para a economia e geraria influências positivas no tocante ao incentivo a investimentos de longo prazo por parte dos agentes locais. Além disso, existiria maior volume de investidores no mercado – fazendo aumentar sua liquidez e diminuir a falta de confiança dos investidores – e seria gerado um tipo de controle sobre a condução da política econômica do país, visto que alterações irracionais nos rumos da economia provocariam uma fuga em massa desse capital, que possuem demanda altamente elástica para com investimentos em outros países.

Certamente existem obstáculos que devem ser ultrapassados no que tange às mudanças de conceitos e opiniões que predominam no mercado financeiro brasileiro. Uma delas é a idéia de que, com aumento de investidores estrangeiros no Brasil, haveria uma possível internacionalização do mercado financeiro nacional. A Andima defende que esta idéia procederia somente se houvesse uma terceirização da jurisdição legal em que os títulos são negociados e custodiados. Com a legislação brasileira vigente não haveria preocupação quanto à influência das diretrizes do mercado causada pelos investidores não residentes, visto que estes é que deveriam adequar-se às normas brasileiras. Por essa razão, defende-se que a venda de papéis para não residentes no mercado doméstico é preferível à colocação de papéis em reais no mercado internacional, visto que a legislação em consideração seria a brasileira.

Apesar dos comprovados benefícios, a participação de investidores estrangeiros no montante de venda e negociação de títulos públicos ainda é demasiadamente baixa, conforme demonstrado na seção 3.2 deste trabalho, sendo a maior parte dos títulos demandados por bancos nacionais. Este cenário, de certa forma, cria barreiras ao desenvolvimento do mercado de títulos brasileiro, visto que segundo defende e comprova a Andima, o capital estrangeiro gera externalidades positivas não somente para o endividamento do setor público, como também para o ambiente econômico do país como um todo.

Para a associação, basicamente duas razões prejudicam a entrada de capital de investidores não residentes no país, quais são: existência de barreiras burocráticas à entrada de capital estrangeiro e incidências de expressivas cargas tributárias.

O primeiro tópico certamente faz transparecer o excesso de burocratização presente no Brasil. Advindas da Resolução nº 2.689/00 – vide Anexo III –, as barreiras a entrada de capital estrangeiro no mercado de capitais brasileiros são em grande número e complexas. Como exemplo, o investidor estrangeiro deve nomear um representante brasileiro para assuntos tributários, preencher o formulário constante na Resolução supracitada, obter registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), realizar contratações de câmbio para poder operar movimentações financeiras com o exterior, obter registro no Banco Central, providenciar nova abertura de conta, dentre outros. O quadro resumo com os pré-requisitos necessários para o início das operações financeiras no Brasil, divulgado pela Andima, pode ser conferido no Anexo IV desse trabalho.

A maior parte dos trâmites necessários para o registro de investidores estrangeiros pode ser efetuado via comunicação eletrônica, o que de certa forma os facilita; porém, em decorrência do grande número de passos a ser seguido, a inscrição destes investidores ainda continua complexa e trabalhosa¹⁸, sendo um grande pretexto para desmotivação desse tipo de investidores, além de incluir custos de transação que os investidores não teriam em outras aplicações.

Quanto à incidência de tributos, há de se admitir que a legislação brasileira evoluiu notavelmente no sentido de motivar os investidores não residentes a investirem no Brasil. Os dois principais tributos diretos de aplicações financeiras, Imposto de Renda (IR) e Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) apresentam benefícios e incentivos aos investidores.

Se o investidor não residente operar de acordo com os requisitos da CVM e da Resolução nº 2.689/00, estará isento do IR nos casos de ganhos de capital e lucros e dividendos distribuídos. Em relação aos juros sobre o capital próprio e demais rendimentos, como o de renda fixa, a alíquota de IR incidente é de 15%. Já nos casos de aplicações em fundo de ações, operações de *swap* e operações realizadas em mercado de liquidação futura fora da bolsa, a alíquota de IR será um pouco maior, de 20%. (CVM, 2010).

Ainda segundo a CVM, em se tratando da alíquota de IOF, há isenção para investidores não residentes que operem com aplicações em fundos de renda fixa e investimentos em títulos e aplicações em valores mobiliários. Nos demais casos, o

¹⁸ Mais informações podem ser acessadas no portal “Informações aos investidores estrangeiros” elaborado pela CVM em http://www.cvm.gov.br/port/relinter/info_invest_estrang.asp.

investidor estrangeiro está sujeito a uma alíquota que varia de 0% a 25%, quando da entrada do capital do país.

Assim, cabe mais uma vez salientar que maior abertura dos títulos nacionais para investidores não residentes faz aumentar as vantagens econômicas para o governo. Além de conviver com clientes culturalmente diferenciados, melhores práticas de mercado podem advir dessa abertura. Benefícios no que concerne ao alongamento da dívida e da maior diversificação de papéis – fazendo diminuir o risco e o custo da dívida para o Estado – influenciariam os investidores domésticos e aumentaria o volume de investidores no mercado, fazendo aumentar sua liquidez.

É certo afirmar que proporcionalmente à melhora na gestão da dívida pública por parte do governo, há aumento na confiança dos investidores. Assim, como visto no capítulo anterior, o Brasil caminha para um patamar evoluído jamais visto no que tange a seu poder de barganha e administração ótima de sua dívida. Conjuntamente com a estratégia de isentar tributariamente investidores não residentes de certos ganhos de capital, pode-se afirmar que, aos poucos, o Brasil está traçando o caminho para alcançar a otimizar de suas contas públicas.

6. CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

6.1 Conclusão

Por ser um país de desenvolvimento tardio, o Brasil manteve em toda sua história alta dependência com as economias externas mais desenvolvidas, tanto em nível econômico quanto social. A dívida pública brasileira, inerente ao seu desenvolvimento, mostra, em toda sua trajetória, como consequência desta dependência, materializada nas contratações de empréstimos e constante necessidade de atrair capital estrangeiro.

A vinculação brasileira ao humor das economias externas tem como principal reflexo a falta de autonomia do governo com suas próprias contas internas, necessitando criar cenários mais favoráveis ao investimento estrangeiro do que o próprio interesse do país. Pode-se citar como exemplo, a manutenção de altas taxas básicas de juros buscando cenários positivos e atraentes para investimentos externos, culminando em grandes riscos e custos financeiros ao país.

A implantação do Plano Real, em 1994, fez atenuar a dependência brasileira em relação aos acontecimentos e às mudanças de políticas na economia externa, visto que a natureza da dívida pública, até então predominantemente externa, passou a ser em sua maior parte interna. Porém, a dependência brasileira ao capital externo não cessou. A manutenção da paridade cambial com o dólar – que foi um dos pilares do referido plano econômico – exigiu do Brasil a sustentação de níveis de poupança externa que o país não detinha na época.

A elevação do prêmio de risco por investimentos brasileiros foi necessária para atrair moeda estrangeira, acarretando em um ariscado ciclo vicioso. Taxas básicas de juros altas representam maior montante despendido no momento da recompra dos títulos, visto o aumento da remuneração dos investidores. Além disso, em decorrência da necessidade de aumentar sua credibilidade perante o mercado – após passar por períodos econômicos turbulentos –, o governo brasileiro passou a emitir títulos públicos com vencimento em curto prazo, representando menos risco para os investidores.

Assim, durante a década de 90, o Brasil passou por uma reestrutura interna que repercutiu altos custos para o país, principalmente com aquisição de dívidas vincendo em curto prazo. Porém, aos poucos essa reestruturação tem-se mostrado benéfica para a economia brasileira, visto que na atualidade, a confiabilidade e a credibilidade do país perante o mercado externo estão se mostrando ascendentes.

Como principal consequência é possível notar o aumento do poder de barganha do governo brasileiro no momento da emissão de títulos públicos. Apesar da maior parte dos títulos negociados ainda serem atrelados a taxa de juros, percebe-se uma preocupação do governo em favorecer o lançamento no mercado de papéis prefixados e com prazos de maturação mais longos.

É imprescindível a adequação do investidor aos objetivos que se pretende alcançar. Por essa razão, é defendida a diminuição da burocratização e maior foco na venda de títulos públicos para investidores estrangeiros, visto que estes apresentam culturalmente as características de possuir carteiras de longo prazo e menos arriscadas, culminando em um fator benéfico para o Brasil, visto que acarretaria menores custos financeiros da dívida e conseqüentemente a oportunidade de investimentos em obras e melhorias para a sociedade.

6.2 Recomendações

O tema tratado neste trabalho mostra-se atual e de grande relevância para acadêmicos ou simplesmente para o público em geral, visto que a dívida pública de um país reflete em decisões e planejamentos necessários por parte das autoridades.

Uma recomendação muito interessante é a realização de um trabalho que pondere diretamente a influência dos investidores estrangeiros na economia brasileira, tanto no que concerne ao prazo de maturação dos títulos quanto às preferências de seus investimentos, sempre levando em consideração o aspecto burocrático que este tipo de investimento representa aos interessados.

Também é de grande valia uma pesquisa a respeito da qualidade dos gastos públicos em relação ao capital que advém do endividamento. É interessante buscar entender como e em quê o governo investe o capital arrecadado com o lançamento de novos títulos públicos e analisar se o endividamento brasileiro tem como principal base a manutenção da qualidade e das necessidades básicas do ser humano.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Luciene Garcia: **Política Macroeconômica e a dinâmica do déficit público pós-Plano Real: O peso da componente financeira**. Uberlândia: Universidade Federal de Uberlândia, 2005. 131 p. Tese (Pós-Graduação) – Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2005.

ANDIMA. **Dívida Pública: Participação do investidor estrangeiro**. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2005.

ANDIMA. **Brasil para investidores estrangeiros**. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório anual 1996**. Brasília: Banco Central do Brasil, 1996. Disponível em < <http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual96/rel96-02.pdf>>. Acesso em 14 out. 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Manual de Finanças Públicas**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2010. Disponível em < <http://www.bcb.gov.br/htms/infeccon/finpub/default.asp?idioma=P>>. Acesso em 15 ago 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Títulos Públicos Federais**. Dados disponíveis em <http://www.bcb.gov.br/htms/Infeccon/FinPub/cap6p.pdf>. Acesso em 08 out. 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Índices de preços no Brasil**. Dados disponíveis em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ02-%C3%8Dndices%20de%20Pre%C3%A7os.pdf>. Acesso em 09 out. 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas para imprensa**. Dados disponíveis em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/infeccon/demab/ma200912/index.asp>>. Acesso em 14 jun 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Finanças públicas: Políticas orçamentária, fiscal e tributária**. Dados disponíveis em: <http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2005/rel2005cap4p.pdf>. Acesso em 30 out. 2010.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Gomes. **Depois da queda: A economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real**. 1. ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira, 2002.

BITTENCOURT, Jeferson Luis. A base de investidores da Dívida Pública Federal no Brasil. In: SILVA, Anderson Caputo *et al* (Org). **Dívida Pública: a experiência brasileira**. 1. ed. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

BLANCHARD, Oliver. **Macroeconomia**. 4. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

BUENO, Fábio Marvulle. Notas sobre a dívida pública no novo período de acumulação brasileiro. **Revista Espaço Acadêmico**. São Paulo, n.74, ano 07, jul 2007.

CASA, Carlos Alberto Lanzañini. **Dívida Interna, Inflação e Desinflação (1964-2004): o financiamento do Estado brasileiro sob a perspectiva da vulnerabilidade externa e da preferência pela liquidez do mercado de títulos públicos**. ANPEC. Disponível em < http://www.tesouro.fazenda.gov.br/premio_TN/XIIIPremio/divida/3afdpXIIIPTN/estabilizacao_crescimento.pdf>. Acesso em 12 out. 2010.

CERVO, Amado L.; BERVIAN, Pedro A. **Metodologia Científica**. 5. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

DIAS, Jaime Ferreira; OREIRO, José Luis. **Uma Análise Sobre a Sustentabilidade de Médio-Prazo da Dívida Pública Brasileiro Sob Condições de Risco (2008-2012)**. ANPEC. Disponível em < http://joseluisoreiro.ecn.br/elaboracao/anpec_area_04.pdf>. Acesso em 11 out. 2010.

DIEESE. **Dez perguntas e respostas para entender a dívida pública brasileira**. Brasília, fev. 2006. Nota Técnica. Disponível em: <http://www.dieese.org.br/notatecnica/notatecDividapublica.pdf>. Acesso em: 10 jun 2010.

GALAFASSI, Jenifer. **Dívida Pública Interna e determinantes da sua expansão: 1994 a 2006**. Florianópolis: UFSC, 2006. 93 p. Tese (Graduação) – Centro Sócio Econômico – CSE da Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2006.

GARCIA, Álvaro Antonio. **A crise cambial e seus desdobramentos**. São Leopoldo, jun. 1999. Relações Internacionais. Disponível em: <http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/viewPDFInterstitial/1793/2160>. Acesso em 09 out. 2010.

GIAMBIAGI, Fábio. **Necessidades de Financiamento do Setor Público: Bases para a discussão do ajuste fiscal no Brasil – 1991/96**. Rio de Janeiro, 1997. Disponível em:

http://www.bndespar.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/Td/Td-53.pdf. Acesso em 30 out. 2010.

GIAMBIAGI, Fabio; ALÉM, Ana Cláudia. **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil**. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2008.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar Projetos de Pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

GONÇALVES, Reinaldo; POMAR, Valter. **O Brasil endividado**: como nossa dívida externa aumentou mais de 100 bilhões de dólares nos anos 90. 2. ed. São Paulo: Ed. Fundação Perseu Abramo, 2002-a.

GONÇALVES, Reinaldo; POMAR, Valter. **A Armadilha da dívida**: Como a dívida pública interna impede o desenvolvimento econômico e aumenta a desigualdade social. 1. ed. São Paulo: Ed. Fundação Perseu Abramo, 2002-b.

LOYOLA, Gustavo. A redução do custo do capital. In: GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio. **Brasil pós-crise: Agendamento para a próxima década**. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO E GESTÃO. Dados disponíveis em https://www.portalsof.planejamento.gov.br/sof/sistema_orc/Necessidades_de_financiamento_do_setor_publico.pdf. Acesso em 12 jun 2010.

PEDRAS, Guilherme Binato Villela. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, Anderson Caputo *et al* (Org). **Dívida Pública**: a experiência brasileira. 1. ed. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

SILVA, Anderson Caputo *et al* (Org). **Dívida Pública**: a experiência brasileira. 1. ed. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

SILVA, Anderson Caputo; GARRIDO, Fernando Eurico de Paiva; CARVALHO, Lena Oliveira. Evolução recente do mercado de títulos da Dívida Pública Federal. In: SILVA, Anderson Caputo *et al* (Org). **Dívida Pública**: a experiência brasileira. 1. ed. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

SILVA, Aline Dieguez B. de Meneses; MEDEIROS, Otavio Ladeira de. Conceitos e estatísticas da dívida pública. In: SILVA, Anderson Caputo *et al* (Org). **Dívida Pública**:

a experiência brasileira. 1. ed. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

TESOURO NACIONAL. **Plano Anual de Financiamento 2008**. Dados disponíveis em:
http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/PAF_Proposta_Divulgacao270808.pdf. Acesso em 30 ou. 2010.

TESOURO NACIONAL. **Plano Anual de Financiamento 2010**. Brasília, 2010. Nº 10.

VERSIANI, Flávio Rabelo. **A dívida pública interna e sua trajetória recente**. Brasília: UNB, 2003, 23 p. Texto para discussão. Departamento de Economia – Universidade de Brasília, Brasília, 2003.

ANEXO I

Principais características dos títulos públicos negociados no Brasil de 1994 a 2010.

TÍTULOS		CARACTERÍSTICAS
CFT-A	Certificado Financeiro do Tesouro – Série A	Prazo: Até 30 anos Rendimento: Variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade interna – IGP-DI
CFT-B	Certificado Financeiro do Tesouro – Série B	Prazo: Até 30 meses Rendimento: Variação da TR do mês anterior
LBC	Letras do Banco Central	Prazo: Até 30 meses Rendimento: Variação da taxa Selic.
LFT-A	Letras Financeiras do Tesouro – Série A	Prazo: Até 15 anos Rendimento: Variação da taxa Selic acrescido de 0,0245% a.m.
LFT-B	Letras Financeiras do Tesouro – Série B	Prazo: Até 15 anos Rendimento: Variação da taxa Selic.
LTN	Letras do Tesouro Nacional	Prazo: Definido pelo Ministro da Fazenda quando da emissão do título Rendimento: Definido pelo deságio sobre o valor nominal
NBC-E	Notas do Tesouro Nacional - Série Especial	Prazo: Definido pelo Ministro do Banco Central quando da emissão do título Rendimento: Variação cambial
NTN-B	Notas do Tesouro Nacional - Série B	Prazo: Definido pelo Ministro da Fazenda quando da emissão do título Rendimento: Variação IPCA
NTN-C	Notas do Tesouro Nacional - Série C	Prazo: Definido pelo Ministro da Fazenda quando da emissão do título Rendimento: Variação IGP-M
NTN-F	Notas do Tesouro Nacional - Série F	Prazo: Definido pelo Ministro da Fazenda quando da emissão do título Rendimento: Definido pelo deságio sobre o valor nominal
ORTN	Obrigações reajustáveis do Tesouro Nacional	Esse tipo de títulos não é mais emitido. Suas negociações vigoraram de 1964 a 1986. A remuneração era corrigida pelos índices inflacionários.
OTN	Obrigações do Tesouro Nacional	Títulos que substituiu as ORTN de 1986 até fevereiro de 1987.

FONTE: Banco Central do Brasil, 2010.

ANEXO II

Percentual dos principais títulos públicos no total de emissões do Tesouro Nacional de 1994 a 2009.

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CFT-A	-	0%	0%	0%	0%	0%	2%	3%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%
CFT-D	-	0%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
LFT-A	-	0%	0%	0%	23%	23%	15%	21%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
LFT-B	-	0%	0%	0%	6%	5%	7%	8%	3%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
NTN-A3	-	0%	0%	0%	2%	2%	2%	3%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%
NTN-A10	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
NTN-B	17%	4%	4%	4%	1%	0%	0%	0%	1%	2%	3%	4%	13%	18%	23%	24%
NTN-F	2%	2%	2%	2%	0%	0%	0%	0%	-	0%	0%	1%	2%	10%	13%	15%
NTN-H	15%	14%	14%	14%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
NTN-I	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
NTN-L	-	9%	9%	9%	1%	0%	0%	0%	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
NTN-P	1%	3%	3%	3%	5%	3%	2%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
TDA-E	-	-	-	-	1%	1%	1%	0%	-	-	-	-	-	-	-	-
TDA-D	-	-	-	-	-	-	0%	0%	-	-	-	-	-	-	-	-
CDP	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
LFT	11%	20%	20%	20%	24%	37%	44%	74%	50%	61%	54%	53%	41%	33%	34%	39%
LTN	2%	10%	10%	10%	23%	7%	18%	24%	13%	13%	24%	28%	35%	32%	24%	17%
NTN-C	35%	18%	18%	18%	0%	0%	1%	6%	5%	6%	7%	7%	5%	4%	4%	3%
NTN-D	17%	19%	19%	19%	9%	7%	5%	12%	18%	12%	8%	3%	2%	1%	0%	0%
NTN-S		0%	0%	0%	0%	13%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

FONTE: Tesouro Nacional, 2010.

ANEXO III**RESOLUÇÃO N.º 2.689
DE 26 DE JANEIRO DE 2000**

*Dispõe sobre aplicações de investidor
não residente nos mercados financeiro e de capitais.*

O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9º da [Lei n.º 4.595](#), de 31 de dezembro de 1964, torna público que o CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, em sessão realizada em 26 de janeiro de 2000, tendo em vista o disposto nas Leis n.ºs 4.595, de 31 de dezembro de 1964, 4.728, de 14 de julho de 1965, e 6.385, de 07 de dezembro de 1976, nos Decretos-Lei n.ºs 1.986, de 28 de dezembro de 1982, e 2.285, de 23 de julho de 1986, e na Medida Provisória n.º 1.990-27, de 13 de janeiro de 2000,

RESOLVEU:

Art. 1º - Estabelecer que a aplicação dos recursos externos ingressados no País por parte de investidor não residente, por meio do mercado de câmbio de taxas livres, nos mercados financeiros e de capitais, deve obedecer ao disposto nesta Resolução.

Parágrafo 1º - Para fins do disposto nesta Resolução, consideram-se investidor não residente, individual ou coletivo, as pessoas físicas ou jurídicas, os fundos ou outras entidades de investimento coletivo, com residência, sede ou domicílio no exterior.

Parágrafo 2º - Os recursos de que trata este artigo devem ser aplicados nos instrumentos e modalidades operacionais dos mercados financeiro e de capitais disponíveis ao investidor residente.

Art. 2º - As movimentações financeiras com o exterior, decorrentes das aplicações de que trata esta Resolução, somente podem ser efetuadas mediante contratação de câmbio, na forma da regulamentação em vigor.

Art. 3º - Previamente ao início de suas operações, o investidor não residente deve:

I - constituir um ou mais representantes no País;

I - preencher formulário, cujo modelo constitui o Anexo a esta Resolução;

III - obter registro junto a Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo 1º - O representante de que trata o inciso I deste artigo não se confunde, necessariamente, com aquele exigido pela legislação tributária.

Parágrafo 2º - Quando o representante de que trata o inciso I deste artigo for pessoa física ou jurídica não financeira, o investidor deve nomear instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil, que será co-responsável pelo cumprimento das obrigações de que trata o art. 5º.

Parágrafo 3º - O formulário a que se refere o inciso II deste artigo poderá ser alterado por Decisão Conjunta do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 4º - Os recursos ingressados no País nos termos desta Resolução sujeitam-se a registro no Banco Central do Brasil, na forma da regulamentação em vigor.

Art. 5º - Compete ao representante, a que se refere o inciso I do art. 3º desta Resolução:

I - manter sob sua guarda e apresentar ao Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, sempre que solicitado, o formulário mencionado no inciso II do art. 3º desta Resolução, bem como contrato de representação firmado com o investidor não residente;

II - efetuar e manter atualizados os registros de que tratam o inciso III do art. 3º e art. 4º desta Resolução;

III - prestar ao Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários as informações solicitadas;

IV - abonar a assinatura do investidor não residente contida no formulário de que trata o inciso II do art. 3º desta Resolução;

V - comunicar imediatamente ao Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários o cancelamento do contrato de representação a que se refere o inciso I deste artigo bem como, observadas as respectivas competências, a ocorrência de qualquer irregularidade de seu conhecimento.

Parágrafo Único - Na hipótese de descumprimento das obrigações previstas neste artigo, o representante está sujeito ao impedimento do exercício de suas funções, devendo o investidor não residente indicar seu substituto.

Art. 6º - Os ativos financeiros e os valores mobiliários negociados, bem como as demais modalidades de operações financeiras realizadas por investidor não residente decorrentes das aplicações de que trata esta Resolução devem, de acordo com sua natureza:

I - ser registrados, custodiados ou mantidos em conta de depósito em instituição ou entidade autorizada à prestação desses serviços pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários; ou

II - estar devidamente registrados em sistemas de registro, liquidação e custódia reconhecidos pelo Banco Central do Brasil ou autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários, em suas respectivas esferas de competência.

Parágrafo Único - As operações de investidor não residente em mercados de derivativos ou demais mercados de liquidação futura somente podem ser realizadas ou registradas em bolsas de valores, bolsas de mercadorias e de futuros, mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários, ou registradas em sistemas de registro, liquidação e custódia referidos no inciso II deste artigo.

Art. 7º - As instituições depositárias e entidades prestadoras de serviço de custódia e de registro devem disponibilizar, quando solicitados, ao Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, de forma individualizada, por investidor não residente, os registros referentes às aplicações de que trata esta Resolução.

Art. 8º - É vedada a utilização dos recursos ingressados no País ao amparo desta Resolução em operações no mercado de valores mobiliários decorrentes de aquisição ou alienação:

I - fora de pregão das bolsas de valores, de sistemas eletrônicos, ou de mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários, de valores mobiliários de companhias abertas registradas para negociação nestes mercados;

II - de valores mobiliários negociados em mercado de balcão não organizado ou organizado por entidades não autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo Único - Excluem-se do disposto neste artigo as hipóteses de subscrição, bonificação, conversão de debêntures em ações, índices referenciados em valores mobiliários, aquisição e alienação de cotas de fundos abertos de investimento em títulos e valores mobiliários e, desde que previamente autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários, os casos de fechamento de capital, cancelamento ou suspensão de negociação.

Art. 9º - Ficam vedadas quaisquer transferências ou cessões de titularidade, no exterior, de investimentos ou de títulos e valores mobiliários pertencentes a investidor não residente, e no País, nas formas não previstas nesta Resolução.

Parágrafo Único - Excluem-se do disposto neste artigo os casos de transferência decorrentes de fusão, incorporação, cisão e demais alterações societárias efetuadas no exterior, bem assim os casos de sucessão hereditária, observada a regulamentação editada pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 10 - Além da sistemática prevista nesta Resolução, somente serão acolhidos novos investimentos nos mercados financeiro e de capitais na forma prevista no Regulamento Anexo III à Resolução n.º 1.289, de 20 de março de 1987, ou em casos expressamente aprovados pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo 1º - A modalidade de investimento estrangeiro mencionada no Regulamento Anexo IV à Resolução n.º 1.289, de 1987, deve, até 30 de junho de 2000, estar adaptada às disposições desta Resolução, sob pena de suspensão do registro de capital estrangeiro e demais sanções legais cabíveis.

Parágrafo 2º - As transferências das posições detidas por investidor não residente na modalidade citada no parágrafo anterior devem ser efetuadas guardando-se estrita conformidade com as posições da conta de custódia titulada pelo investidor não residente, observadas as condições estabelecidas pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo 3º - Para fins do disposto no parágrafo anterior, a Comissão de Valores Mobiliários informará, ao Banco Central do Brasil, as posições individuais detidas por investidor não residente.

Parágrafo 4º - O Banco Central do Brasil, em conjunto com a Comissão de Valores Mobiliários, divulgará normas complementares dispondo sobre a transferência, para a sistemática prevista nesta Resolução, dos investimentos registrados nos Fundos de Conversão - Capital Estrangeiro, Fundos de Privatização - Capital Estrangeiro, Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes - Capital Estrangeiro, e os investimentos de capitais efetuados entre os países signatários do Tratado MERCOSUL.

Art. 11 - Vedar a emissão e colocação, a partir da entrada em vigor desta Resolução, de cotas de Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro, constituídos na forma da Resolução n.º 2.034, de 17 de dezembro de 1993, de ações de Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro, constituídos na forma do Anexo I à Resolução n.º 1.289, de 1987 e de cotas de Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro, constituídos na forma do Anexo II à Resolução n.º 1.289, de 1987, os quais devem, até 31 de março de 2001, estar adaptados às disposições desta Resolução, podendo:

I - no caso de Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro, ser transformados em fundos de investimento financeiro ou a esses incorporados;

II - no caso de Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro, ser transformadas em fundos ou sociedades de investimentos em títulos e valores mobiliários ou a estes incorporados;

III - no caso de Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro, ser transformados em fundos de investimentos em títulos e valores mobiliários ou a estes incorporados.

Parágrafo 1º - As transformações e incorporações previstas nos incisos deste artigo poderão ocorrer, desde que os valores mobiliários, demais ativos financeiros, bem como as modalidades operacionais integrantes das respectivas carteiras sejam objeto de avaliação a preços de mercado.

Parágrafo 2º - Os fundos e sociedades de investimento mencionados no “caput” deste artigo podem, também, ser liquidados, com aprovação de suas contas pela assembléia geral de condôminos ou acionistas.

Parágrafo 3º - As transformações e incorporações de que trata o “caput” deste artigo realizadas até 30 de junho de 2000, podem ser efetuadas sem necessidade de contratação de câmbio.

Art. 12 - O investimento estrangeiro registrado no Banco Central do Brasil ao amparo do Regulamento Anexo V à Resolução n.º 1.289, de 1987, pode ser transferido para a sistemática prevista nesta Resolução e vice-versa, observadas as condições estabelecidas pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 13 - Excluem-se do disposto nesta Resolução as aplicações de que trata a Resolução n.º 2.687, de 26 de janeiro de 2000.

Art. 14 - Ficam o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, cada qual dentro de sua esfera de competência, autorizados a adotar as medidas e a baixar as normas complementares que se fizerem necessárias à execução do disposto nesta Resolução.

Art. 15 - Esta Resolução entra em vigor em 31 de março de 2000.

Art. 16 - Ficam revogadas a partir de 30 de junho de 2000 a Resolução n.º 1.832, de 31 de maio de 1991 e, a partir de 31 de março de 2001, a Resolução n.º 2.034, de 1993 e os Anexos I e II a Resolução n.º 1.289, de 1987.

Brasília, 26 de janeiro de 2000.

ARMÍNIO FRAGA NETO

Presidente

I - IDENTIFICAÇÃO DO INVESTIDOR NÃO RESIDENTE

1 - Nome ou Denominação Social do Investidor:

2 - Endereço:

Cidade:

Estado ou Província:

País sede/domicílio:

Código Postal:

Nacionalidade:

3 - Endereço na Internet:

4 - País de Constituição:

5 - Qualificação:

() a - bancos comerciais, bancos de investimento, associação de poupança e empréstimo, custodiantes globais e instituições similares, reguladas e fiscalizadas por autoridade governamental competente;

() b - companhias seguradoras, reguladas e fiscalizadas por autoridade governamental competente;

() c - sociedades ou entidades que tenham por objetivo distribuir emissão de valores mobiliários, ou atuar como intermediários na negociação de valores mobiliários, agindo por conta própria ou de terceiros, registradas e reguladas por órgão reconhecido pela Comissão de Valores Mobiliários;

() d - entidades de previdência reguladas por autoridade governamental competente;

() e - instituições sem fins lucrativos, desde que reguladas por autoridade governamental competente;

() f - qualquer entidade que tenha por objetivo a aplicação de recursos nos mercados financeiro e de capitais, da qual participem exclusivamente pessoas naturais e jurídicas residentes e domiciliadas no exterior, desde que:

() i - seja registrada e regulada por órgão reconhecido pela Comissão de Valores Mobiliários; ou

() ii - a administração da carteira seja feita, de forma discricionária, por administrador profissional, registrado e regulado por entidade reconhecida pela Comissão de Valores Mobiliários;

() g - demais fundos ou entidades de investimento coletivo.

() h - pessoas jurídicas constituídas no exterior; ou

() i - pessoas físicas residentes no exterior.

6 - Condição:

☐ - Titular de Conta Própria; ou

☐ - Titular de Conta Coletiva;

☐ - Participante da Conta Coletiva (especificar): _____

II - IDENTIFICAÇÃO DO REPRESENTANTE

1 - REPRESENTANTE

Nome ou Denominação Social:

Endereço:

Cidade:

Estado:

CEP:

Telefone:

Fax:

CNPJ/CPF:

Natureza Jurídica: Ramo de Atividade:

Endereço na Internet:

Responsável pelo registro de capital estrangeiro:

☐ SIM

☐ Não

2 - REPRESENTANTE CO-RESPONSÁVEL referido no Parágrafo 2º do art. 3º desta Resolução

(quando for o caso):

Nome ou Denominação Social:

Endereço:

Cidade:

Estado:

CEP:

Telefone:

Fax:

CNPJ/CPF:

Natureza jurídica:

Ramo de Atividade:

Endereço na Internet:

III - CONDIÇÃO TRIBUTÁRIA DO INVESTIDOR NO BRASIL

1 - Tributação sobre ganho de capital:

☐ Isento

☐ Não Isento

2 - Tributação sobre rendimentos:

☐ Isento

☐ Não Isento

3 - Representante Tributário do Investidor:

Nome:

Endereço:

CPF / CNPJ:

IV - DECLARAÇÃO DO INVESTIDOR:

Declaro, sob as penas da lei, para os devidos fins, que as informações aqui prestadas são verdadeiras e que aceito as responsabilidades delas decorrentes.

_____ / _____ / _____

Assinatura do Investidor Não Residente Data

Assinatura do Representante

Assinatura do co-responsável

V - CÓDIGOS DE IDENTIFICAÇÃO:

CÓDIGO CVM:

N.º DO RDE:

ANEXO IV

Representantes no país	
Nomeação	Previamente ao início de suas operações, o investidor não-residente deve nomear um ou mais representantes no país¹.
Condições	<ul style="list-style-type: none"> - Se PF - Pessoa Física, deve ser residente e domiciliado no país; - Se PJ - Pessoa Jurídica, deve ser constituído e estar habilitado a funcionar no país; - Caso seja PF ou PJ não-financeira, o investidor deverá também nomear instituição financeira ou autorizada pelo BC, que será co-responsável pelo cumprimento das obrigações previstas na regulamentação.
Atribuições/ Obrigações	<ul style="list-style-type: none"> - Manter sob sua guarda e apresentar ao BC e à CVM, sempre que solicitado, o formulário de identificação (veja modelo no Anexo 1) e contratos de representação firmado com o investidor e de custódia de títulos e valores mobiliários; - Efetuar e manter atualizados os registros junto à CVM e ao BC (veja quadro 2.2); - Prestar ao BC e à CVM as informações solicitadas; - Abonar a assinatura do investidor contida no formulário de identificação; - Comunicar ao BC e à CVM o cancelamento do contrato de representação e também a ocorrência de qualquer irregularidade de seu conhecimento; - Recolher a taxa de fiscalização à CVM (trimestral).
Disposições Relevantes	<ul style="list-style-type: none"> - Quando se tratar de conta coletiva, o investidor participante pode aderir ao contrato firmado entre o titular da conta e seu representante, mediante assinatura de Termo de Adesão; - O descumprimento das obrigações do representante sujeitará ao impedimento do exercício de suas funções, devendo o investidor indicar seu substituto.

Registros obrigatórios	
CVM	<ul style="list-style-type: none"> - Previamente ao início de suas operações e após o preenchimento do formulário de identificação (veja Anexo 1), o investidor deve, através de seu representante, obter registro na CVM; - O registro é feito por intermédio do <i>website</i> da CVM (www.cvm.gov.br); - A CVM concede o registro em até 24 horas do pedido efetuado pelo representante; - O número do registro (código) atribuído pela CVM deve constar de todas as operações realizadas em nome de cada investidor, participante de conta coletiva ou titular de conta própria; - Estrutura do código (aaaaa.bbbbbb.cccccc.X-Y): aaaaa-código de representante, bbbbbb-código do titular da conta própria ou coletiva, cccccc-código individual do investidor, X-igual a 0, se conta própria e igual a 1 se conta coletiva, Y-dígito de verificação; - A CVM pode suspender ou cancelar o registro do investidor não-residente que descumprir as exigências previstas na regulamentação.
RDE - Registro Declaratório Eletrônico no BC	<ul style="list-style-type: none"> - Os recursos ingressados no país sujeitam-se ao registro no Banco Central de forma declaratória e por meio eletrônico (RDE - Registro Declaratório Eletrônico); - O RDE inicial e suas atualizações (aplicações, resgates, rendimentos, ganhos de capital, transferências) constituem requisito obrigatório para quaisquer movimentações com o exterior, devendo o respectivo número constar do contrato de câmbio (em campo apropriado); - Os registros são feitos por transações específicas do Sisbacen - Sistema de Informações Banco Central; - O BC pode suspender o registro, ficando vedadas quaisquer movimentações enquanto não sanadas as irregularidades, no caso de não observância das exigências previstas na regulamentação.
CNPJ/CPF na RFB	<ul style="list-style-type: none"> - Os investidores não-residentes estão obrigados a inscrever-se no CPF ou CNPJ, para realizar aplicações nos mercados financeiro e de capitais do país; - O CNPJ - Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica é obtido, de forma automática, pela CVM junto à RFB, em 24 horas (prazo habitual) após o registro do investidor na CVM; - O pedido de inscrição no CPF - Cadastro de Pessoa Física deve ser feito em uma das unidades da RFB ou na representação diplomática brasileira do país onde se encontra o investidor.